全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 传记、金融史和现代商业及金融的分析熔于一炉
- 与基辛格博士引以为傲的最受尊敬的市场大师分享思考的乐趣

悲观博士

考夫曼论货币与市场

Kaufman: On Money & Markets

海南出版社 & McGraw-Hill



by Henry Kaufman

[美] 亨利·考夫曼/著

孙忠/译

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

悲观博士考夫曼论货币与市场

作者：（美）亨利·考夫曼
译者：孙 忠

Kaufman On Money & Markets

海南出版社

F810/25

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Kaufman :On Money & Markets
by Henry Kaufman
Copyright © 2000 by McGraw-Hill Companies, Inc.
Authorized translation from the English language edition published by McGraw-Hill, Inc. All rights reserved. For sale in the People's Republic of China only.
本书中文简体字版由海南出版社和美国麦格劳-希尔国际公司合作出版。
未经出版者书面许可，不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

版权所有　不得翻印
版权合同登记号：图字：30-2001-22号

图书在版编目（CIP）数据
悲观博士考夫曼论货币与市场/(美)考夫曼（Kaufman.H.）著；孙忠 译。-海口：海南出版社，2001.5
书名原文：Kaufman:On Money & Markets
ISBN 7-5443-0044-7
Ⅰ.悲… Ⅱ.①考… ②孙… Ⅲ.货币管理－应用－市场调节－研究
Ⅳ.F820.3
中国版本图书馆 CIP 数据核字（2001)第 25284 号

悲观博士考夫曼论货币与市场
作者：（美）亨利·考夫曼
译者：孙 忠
责任编辑：刘德军

海南出版社　出版发行

地址：海口市金盘开发区建设三横路 2 号
邮编：570216
电话：0898-6812776
E-mail:hnbook@263.net
经销：全国新华书店经销
印刷：北京博诚印刷厂印刷
出版日期：2001 年 5 月第 1 版　2001 年 5 月第 1 次印刷
开本：850 × 1168 毫米　1/32
印张：13.75
字数：280 千字
印数：5000 册
书号：ISBN 7-5443-0044-7/F · 11
定价：27.80 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　　言

对我来说，长途飞行一向是蒙头大睡的好机会。但在不久前飞往东京的航班上，亨利·考夫曼的回忆录却帮我驱走了所有的睡意。这是一本引人入胜的著作。

我不能断言自己对本书的评论是独立无偏见的。亨利作为我的老朋友和备受信赖的专业同僚已经有40年了。我们年岁相仿。我们也在同一家机构中——纽约联储银行，它多年来一直向初出茅庐的金融经济学家们传授华尔街的生存之道——开始自己的职业生涯。在那以后，我们虽然不再是同事，但却从事着类似的工作。在许多方面，我们的想法不谋而合。

但是，即使没有上述背景，我仍然认为这本书是一部值得一读的重要作品。它为我们描绘了有关华尔街及其机构和人物的生动画面。它对全球金融前景——既充满希望又险象环生——的分析值得特别的注意。更重要的是，它讲述了一个动人的故事，一个在美国实现梦想并且回报梦想的故事。

亨利·考夫曼出生在德国的田园乡村，他是无数个在纳粹恐怖统治下失去正常生活的孩子中的一员。他的家庭突然发现自己不得不适应极为陌生和困难的纽约生活，而他们不富裕。像许多同时代的难民一样，亨利对这段艰苦的日子闭口不谈，至少不对那些没有类似经验的朋友们谈论——他们是令人羡慕的幸运儿，生活中一帆风顺，“平静而和谐。出生于条件优越的家庭……从小就为他们准备好发展的道路。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这可能是对美国中产阶级的一种极为简单化的归纳，但是毫无疑问的是，逃出大屠杀的经历远远超出了大多数美国人的理解能力。人们不禁会想，亨利·考夫曼以及那些具有相似背景的人所经受的独特挑战为他们本人的生活带来了不同寻常的色彩。美国比其他任何国家都更好地结合了宽容和道德信念。他们也同这个尊重法律及个人自由的国度之间建立了深厚的情感。

在本书中，一个被反复讨论的主题是交易性证券公司和货币管理公司追求竞争、繁荣和成长的愿望同公平对待客户、保持高水平的财务标准和尊重由管制和监督所反映出来的广泛的公众利益之间内在的紧张。每一个读过本书的人都可以体会到亨利·考夫曼的自豪，他是金融市场分析的先锋，开创了一家主要投资银行的强大而独立的研究队伍，他为自己能够成为这家伟大的交易公司的合伙人而自豪，他也很清楚自己作为高级主管人员所负有的责任。他坦率地承认，自己在担负个人的和职业责任的同时感受到越来越大的压力，因为公司的竞争更为激烈，他所在的公司也和同行一样陷入了保持短期利润的迷途，而非个人化的新技术又往往被滥用。最后，亨利选择了在他自己所有的小公司里度过职业生涯的余下的几年。在那里，他感到心安理得，它所带来的另一个好处则是可以按照自己的心愿对有关公共政策的紧迫问题发表评论——还有像我们所看到的，撰写一部回忆录。

本书中相当大的一部分篇幅用来阐述和探讨对全球金融市场的脆弱及其过热的危险的长期的担心，以及由此而来的对更为有效的国际化管制和监督方法的需要。在我看来，他正确地提出了应当注意所谓现代风险管理和交易技巧的缺陷与不确定性的问题，后者更多地是建筑在数学构造而不是对金融市场个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性和人性的充分理解的基础上，总是倾向于引起狂喜和绝望等极端性的反应。你可以质疑他关于机构改革的建议是否现实可行，但是，无论是政府还是市场参与者都应当充分理解亨利在这里令人信服地证明了的危险因素，这可谓是关系重大。

过去20年里，华尔街出现了从未有过的繁荣景象，为那些擅长运用金融工具投资的人带来了巨大的财富。金融创新，全球化和诸多管制条例的解除从根本上改变了金融市场的面貌。有关新时代的各种理论以及对一帆风顺的投资前景的预期——这对那些在美国有史以来最大的股票牛市中成长起来的一代人特别有吸引力——丰富了世界历史。

但是，警铃已在四面响起。拉美债券危机卷土重来、近来在亚洲经济四小虎之间扩散的金融崩溃，日本股票市场泡沫破裂后持续的经济下滑，10年前美国储贷协会与银行机构为免于破产而苦苦挣扎的情景犹在眼前——所有这一切都为亨利的分析和关心提供了注释。以此而论，本书应当成为那些将前途和财富系于金融体系表现的人士的必读书。但本书的价值远不止于此，它是一个引人入胜的故事，一首长篇叙事诗，主人公以屠夫的儿子成长为对金融以及纽约的教育与文化事业做出重大贡献的人。

亨利在书里几乎没有提到他对母校——纽约大学斯特恩商学院——的回报，该校的主楼就是用他的名字命名的。他对当前经济学教育远离实际工作的状况深为忧虑，为此向该校捐赠了特别教席旨在向学生教授经济史以及让他们有机会了解在企业和政府工作的人士的想法（作为斯特恩商学院的首位亨利·考夫曼访问教授，我本人深感荣幸）。亨利对教育的热心超越了国界的限制，他对留学生交换以及以色列的教席同样给予了支持。不仅如此，纽约市有许多艺术及人文机构也受益于亨利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及其夫人的信念——生活中应当有远远超出经济学含义的更重要的价值。广泛的兴趣和思考的深度为亨利·考夫曼人生之路打上了鲜明的标记。

保罗·沃尔克
美国联储前任主席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

前　言 …………………………………………………… (1)

第一章　从纳粹德国来到新世界 ………………………… (1)
　　在德国农村度过童年 ……………………………… (2)
　　乌云压顶 …………………………………………… (5)
　　新美洲之路 ………………………………………… (12)

第二章　走进华尔街 …………………………………… (21)
　　在产业银行界学习行业规则 ……………………… (22)
　　从商业银行业到中央银行业 ……………………… (26)
　　加入所罗门兄弟公司 ……………………………… (33)

第三章　市场的成长与转变 …………………………… (47)
　　战后金融市场的戏剧性增长 ……………………… (48)
　　信贷的证券化 ……………………………………… (56)
　　金融市场的全球化 ………………………………… (61)
　　机构和资产组合管理 ……………………………… (64)

第四章　金融衍生品革命 ……………………………… (69)
　　增长的动力 ………………………………………… (70)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共识 …… (73)
分歧与盲点 …… (77)
政策含义 …… (83)

第五章　华尔街的公司化潮流 …… (87)
华尔街上的合伙制 …… (88)
所罗门兄弟公司：从合伙制到公司 …… (89)
证券公司开办的借贷业务 …… (95)

第六章　所罗门的成长苦恼 …… (101)
菲布罗—所罗门合并 …… (101)
歧路 …… (105)
大胆的杠杆化成长 …… (107)
离开所罗门公司：一个痛苦的决定 …… (109)

第七章　全球商业与金融的美国化 …… (115)
经济民主化的观念 …… (117)
美国独特的经济民主 …… (119)
全球金融市场的美国化 …… (124)
金融业务关系的非个人化 …… (130)

第八章　金融预测的兴起 …… (135)
盯住联储和基金的流动 …… (136)
信贷及相关指标的评论 …… (142)
建立所罗门公司全球研究网 …… (145)
一不小心成了权威 …… (149)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变量的权衡 …… (150)

第九章 预测与大牛市 …… (155)
1974 年，收益曲线爬上顶点 …… (155)
1981 年 10 月：长期利率上了天 …… (158)
90 年代，勇敢的利率世界 …… (172)
保持客观态度 …… (176)
“末日博士”的由来 …… (182)

第十章 联储走上舞台中央 …… (187)
重建权威和工作重点 …… (188)
凯恩斯主义和货币主义 …… (191)
捕捉难以捉摸的货币目标 …… (196)

第十一章 联储政策的弱点 …… (205)
联储落后于经济中的结构性变化 …… (205)
“最后的贷款人”——为了谁？ …… (212)
股票价格与财富效应 …… (215)
变化的步骤 …… (221)

第十二章 管制与监督改革的紧迫需要 …… (227)
切实可行的监管改革的基本要点 …… (229)
改革国际性的监督和管制体制 …… (235)
关于国内改革的建议 …… (240)
应当避免的做法 …… (242)
通过管制来平衡利润和责任 …… (245)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章　金融危机的教训 …………………………（251）
大萧条的遗产 ……………………………………（251）
1966年的危机……………………………………（255）
宾夕法尼亚中央铁路公司的破产 ………………（259）
石油危机及其隐蔽的效应 ………………………（264）

第十四章　80年代和90年代金融过热的教训 …（273）
国债的膨胀及其后果 ……………………………（274）
审思1987年股灾 …………………………………（276）
公司债券和兼并狂热 ……………………………（279）
银行业的麻烦 ……………………………………（285）
90年代的金融动荡 ………………………………（287）

第十五章　经济和金融中的偏向……………………（295）
影响财政和货币政策的偏向 ……………………（297）
金融预测中的偏向 ………………………………（300）
影响投资者行为的偏向 …………………………（304）
错误的假设和谬论 ………………………………（306）

第十六章　被忽视的教训 …………………………（311）
致政府当局 ………………………………………（311）
对金融机构的教训 ………………………………（320）
投资者应当记取的教训 …………………………（322）
历史的回音 ………………………………………（331）

第十七章　新世纪的金融机构 ……………………（337）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

放权 …… (338)
集中化与“集成式机构” …… (339)
因特网和金融市场 …… (346)
金融机构经理所面临的挑战 …… (348)

第十八章　展望未来 …… (353)
近期我们所面临的风险 …… (353)
利率变化的前景 …… (360)
欧元、美元和日元 …… (363)
金融市场的新气象 …… (366)
世纪展望 …… (368)

参考文献 …… (375)

亨利·考夫曼演讲、论文及访谈录 …… (385)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 从纳粹德国来到新世界

我们别无选择。正如我父亲所警告的那样，犹太人已经不能在德国再待下去了。

对某些幸运儿来说，生活就像一段平和悦耳的弦律，每一个音符的位置都是可以预测的。他们出身于锦衣玉食之家，早早就为自己准备好了人生的规划。有的人可以追随父母的事业，成为医生、律师，或进入家族企业谋职。终其余生，他们生活在同一个社会圈子里。其中有不少人会和青梅竹马的伙伴缔结姻缘。存在于邻居、朋友以及熟人之间牢不可破的关系为他们的生活带来了稳定感。

同我自己的生活经历相比，这幅图景的反差该有多么强烈啊！我出生在一个德国小村庄，村里面每个人互相之间彼此都认识。不幸的是，在这种环境中常见的祥和安宁却没能持续多久。我是 1927 年生人，童年时光倒还过得惬意，接下来就碰上 20 世纪人类最不堪回首的浩劫：大屠杀。所幸我们总算活着逃出了温宁（Wenings），11 个月之后来到了美国。这是一个剧烈的转变，不仅仅是从一个国家到另一个国家，而且也是从一个农家小屋搬到世界上最大的都市里来——纽约城。当我们到这里的时候，我对华尔街一无所知，当然，它对我也一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在德国农村度过童年

我生在温宁，这是一个偏僻的镇子，位于德国上黑森区（upper Hessen district），人口大约为1200人。农民们住在镇里，土地都在镇外，收成要用马车拉回镇上。最近的铁路线在另一个镇上，拥有汽车的本地人不多。山路崎岖，就连骑自行车也不是一件容易的事。

我们是个大家庭，同外公外婆，还有一位外叔祖住在一起。我的父亲和祖父都是屠夫兼牛贩子，经常在区内旅行买卖牲畜。偶尔他们也会把牛带回家来宰杀，对这种场面我总是惟恐避之不及。又因为我们家族经营的是一家可息屠宰场，必须按犹太教仪式的要求宰牛，用的是一把大刀，而且要迅速地一刀致死。血流喷涌的场面和随后的分剖操作让我心惊胆战，从小到大，我怎么也无法适应这种血腥的屠宰仪式。

我们的房子不算大。一边是屠宰场和肉铺，另一边则是起居室和外祖父外祖母的卧室，还有厨房。楼上有几间卧室，包括我父母的卧室，一间起居室，不知什么缘故从没用过。取暖和做饭用的都是大肚子火炉，同镇上大多数人家一样，我们没有室内厕所。不过我们倒是拥有两样现代化的设备：电灯和电话。童年时代的家和我今天在新泽西的居室有如天壤之别：6间盥洗室、中央空调、4台电视，每间房里都有电话。可是，在20年代，我们觉得自己还挺富足，也不知道还有其他的生活方式存在。

外祖父的家族在这个小镇里生活了100多年。我的外祖父，名叫丹尼尔·罗森塔尔，他是一个极为勤劳的人，个子高大，举止笨拙，令人肃然起敬。我把他叫做奥帕。一般来说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奥帕是个心平气和的人，但是，一旦发起火来，他会变得像火山喷发一样爆烈。不幸的是，20 年代早期的超级通货膨胀不仅毁掉了他的财产，也毁掉了他的精神。在通货膨胀之前，他拥有 20 万马克财产，足可以保障他过舒适的生活，至少他自己是这样想的。问题在于，他的绝大多数财产都是存款或给农民的贷款，用土地或其他抵押品担保。通货膨胀发生后，借款人送来整篮整篮不值钱的钞票偿付债务。外祖父把这些故事讲了又讲，它们成了我最早的经济学与金融学教材。

外祖母一心呵护外祖父，寸步不离他的身边，严格限制饮食，以降低他的高血压：有的时候不许吃肉，有的时候只能吃水果，大蒜则从不间断。用现代营养学的标准来看，这份食谱看来对延年益寿极为有利。外祖父 1945 年去世，享年 79 岁。奥帕家里只有两个弟弟，而奥玛——德语祖母的意思——则是 11 个姊妹大家庭中的老大。她是那个大家庭里的女族长。我是独子，但却从未感到孤独，因为奥玛总在我身边。不论生活如何起起落落，甚至在我们变成了一个大家庭之后，我在她眼里永远是一个需要照顾的孩子。她为我准备专门的饭菜。我的第一辆自行车就是她给的礼物。在纽约的时候，我已经上了大学，每当周末熬夜之后，她总会把早饭送到我的床上，直至生命中的最后几年。

我父亲来自一个大一些的镇子，叫做下奥登巴赫，靠近哈瑙，今天已经并入了法兰克福市郊。他家里有四兄弟，我不常见到祖父和祖母。父亲家里有好几个人——祖母、一位婶婶、一位叔叔和两个堂兄——死于大屠杀。父亲是个颇有风度的人，待人如己，极为友善。我从未发现他们的行为有违父母之道或夫妻情义。我母亲 1901 年生于温宁，是家里的独女。她是一个美丽的女子，性格外向，善于交朋友。她总是在我需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

帮助的时候出现在我身边，对她的父母也极为孝顺。

1931年，我4岁时，得了小儿麻痹症。我还记得那是在一个夏日，我拖着动弹不了的左腿回家哭诉剧烈的头痛。母亲立刻把我带到法兰克福，在那里做了第一次手术，两年后又做了第二次手术。在手术住院期间的痛苦日子里，母亲从早上9:00直到下午5:00寸步不离我的床头，她常大声念通俗的德国儿童故事给我听。我至今还能回忆起其中几篇我最爱听的——包括马克斯和莫里茨，还有斯塔夫彼德。

出院后，我至少有好几个星期动弹不得，腿上绑着石膏，无法到户外活动。我没法和同龄孩子一起玩耍，也不能正常地上学就读。有几年时间，我不得不拄着拐杖走路。直至今天，我一直安着一个特别的假膝，每当疲劳时，左脚总是使不上力。很难说早年的残障对我的个性有什么影响，我可以肯定的是，它加强了我对家庭的依赖，特别是我的父母。尽管我确信自己后来克服了疾病加诸于我的种种不利影响，当时可没人敢打保票。

如果不算小儿麻痹症带来的痛苦，我在温宁度过的童年时光在今天看来堪称美好的回忆。在星期五的晚上或星期六的早上，我常常陪外祖父参加犹太教仪式。镇上大概有60~70个犹太人，全都信奉正统犹太教。我还记得每逢像罗什·哈沙那（犹太历新年）这样的重大宗教节日，总会有许多美味的新鲜食品——苹果、李子，还有精致的糕饼，这些东西在家里面堆得高高的，有时甚至在早饭时间就可以吃到。在苹果收获的时候，奥玛为我专门做了一个美味的苹果沙立（类似于深碟苹果派），就着安息日膳食一起吃。生活的节奏颇为闲适。有时父亲或外祖父也会套上马车或雪橇带上我去邻近的镇子旅行。我还可以同邻居的小孩一起玩耍。看样子，我会在这个平静的村

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庄里慢慢长大。

乌云压顶

1933 年，纳粹上台，这幅平和的景象被打破了。虽然我自己在温宁的日子过得很平静，但在德国，年轻人却越来越不安分。协约国强加给战败德国的《凡尔赛和约》包含了一条“战争罪”条款，指责德国挑起战争。它还强迫德国偿付巨额战争赔款，数额高达 1320 亿金马克。协约国的关税壁垒令德国无法通过出口筹集足够的资金偿付战争赔款。1920 年，马克对美元的汇率为 4.2:1，到了 1921 年初，这个比率下降为 64:1。紧接着，德国政府开足马力印钞票，马克市值一落千丈，近乎一文不值。1923 年，德国无力偿付赔款，法国以此为借口强占了鲁尔区。与此同时，德国陷入了暗杀和预谋暗杀的恐怖之中，矛头指向了新的魏玛政权。

1924 年，根据道威斯计划，赔款总额降低了，法国也终止了对鲁尔的军事占领。此后，德国进行了一连串的改革，稳定了经济，恢复了增长。德国重返欧洲大家庭。然而仇恨并没有得到化解，甚至根本就是无法掩饰的。希特勒把第一次世界大战的失败归罪于犹太人，随着时间的推移，他的反犹立场也越来越暴露。

在这之前早已有许多德国犹太人移民美国，不过很可能是由于宗教迫害的缘故。他们往往是商人，其中一些人来到华尔街，组建了几家华尔街上最有权势的投资银行。在南北战争之后的岁月里，J&WS 公司将德国的金钱导向美国的铁路建设，其工作性质类似于当年那位高贵的德雷克塞·摩根为英国投资者提供的服务。这家公司在纽约、旧金山、新奥尔良、伦敦、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴黎和法兰克福都设有办事处，由 J&WS 八兄弟中的一人充任头头。库恩、罗布、莱曼兄弟和高盛——在我抵达美国海岸时，它们都已经成了华尔街上响当当的投资银行。不过，我那时对此还一窍不通。

我的意思当然不是说犹太人已经被德国社会完全接受了。那里也存在着反犹势力。不过，许多德国犹太人在科学、艺术、商业，甚至政府工作中取得了突出的成就。德国犹太人还在战争中服兵役，我父亲就参加了第一次世界大战。事实上，比起绝大多数东欧的国家，犹太人同德国社会的结合要密切得多。

在 20 年代末，世界性大萧条波及德国。1930 年 3 月，230 万德国人陷入失业，两年后，这个数字上升为 600 万。尽管在 1928 年的选举中，纳粹党只得到 12 个席位（共产党人获得 54 个席位），但两年后纳粹就赢得了 107 席，而共产党则下降为 77 席。纳粹党吸引了大批的失业者，他们加入了该党的半军事化组织。到 1932 年，纳粹冲锋队员超过了 100 万，他们穿着硬挺的制服行进在大街上，发出威胁的叫嚷。

1932 年 7 月，纳粹党在大选中赢得 37% 的选票，在议会中夺取了 230 个席位。希特勒要求当总理，这一要求被当时的总统兴登堡所拒绝。11 月举行了一次新的选举，纳粹的支持率下降为 33%，议会席位回落到 196 个。一时间似乎德国的民主力量开始反击得手，事态的发展很快就打碎了人们的幻想。兴登堡面对国内的动荡局势一筹莫展，不得不请求希特勒出面组阁，后者欣然接受。1933 年 1 月 30 日，希特勒就任德国总理。3 月份又举行了一次选举，纳粹党夺得 44% 的选票。希特勒如今大权在握。似乎是上天的旨意，就在这个月（1933 年 3 月）F·D·罗斯福在华盛顿宣誓就任总统。20 世纪最大一场战

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

争中你死我活的强敌几乎在同一时刻登上了历史的舞台。

希特勒就任总理那年，我还只有5岁，还在小儿麻痹症的病痛中挣扎。可是，就连我也感觉到某些不对头的事情发生了。农民们不肯把牛卖给父亲和外祖父。按犹太教仪式屠宰牲畜被宣布为违法。犹太人动辄得咎，但在那时，我们还没有意识到大难已经临头。

希特勒重整军备的政策在很大程度上帮助德国摆脱了大萧条，他的权力和威信也不断增加。随着时间的流逝，纳粹的思想病毒逐渐渗透到了几乎所有德国人的头脑中，连孩子也不例外。到了1935年，同学里已经没有人肯陪我一起玩了。幸运的是，我的老师是个颇有正义感的人，他禁止在课堂上发生反犹的事端。

形势在不断地恶化，反犹活动愈演愈烈。越来越多的当地人穿上了纳粹的制服。小孩子们则穿着希特勒少年团的制服。小的犹太社团的成员晚上不敢上街。欠钱的农民开始拖延不还。“肮脏的犹太人”的詈骂不绝于耳。

我父亲遭到逮捕，在纳粹手里扣押了一阵子。他们风闻他藏了一支小手枪，这是他从第一次世界大战的战场上带回来的。富于讽刺意味的是，就在1934年他还获得一枚“Ehrenkreuz Für Fronthampfer”奖章（奖励战争中在先锋部队里服役过的人）。事实上，他所在的骑兵连曾突破马恩河。家里人用1万马克的贿赂换回了父亲的自由。

父亲竭力劝说母亲和外祖父外祖母尽早离开温宁。他经常在晚餐上提起这一话题。希特勒上台之后，他的请求更加频繁也更加迫切了。可是，外祖父和外祖母却不为所动，他们在这个小镇上已经深深地扎了根。何况，作为60多岁的老人，他们不能想像在别处该怎样生活。但是父亲毕竟对现实环境的严

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

酷有着更敏锐的体会。他从旅行和与同龄人的交往中深知情况的严重性，力主举家搬迁。

1937年1月30日星期六夜晚发生的事件结束了我们在温宁的生活。这是一个严冬的夜晚，冰雪覆盖着地面——也是希特勒上台一周年，镇子里有人警告父亲小心夜里会有手电筒游行，可能会有麻烦。那天的深夜，大概是10:00到午夜之间的样子，我们听到了行进的喧闹。尽管已经是上床时间，我们还是全部穿着衣服。父亲知道这些人会找年轻的犹太男子下手，他告诉我们说他要去林子里边躲一躲，晚些再回来，说完就从一层后窗跳了出去，消失在夜幕中。外祖父、外祖母、外叔祖、母亲还有我则挤在楼上我父母的卧室里瑟瑟发抖。游行队伍在我家门前停下（我从未见识过这么多的暴徒）。我们的百叶窗关得紧紧的。就在一瞬间，我们听到了破门而入的巨响、玻璃震碎和家具散架的声响，接着就是令人心悸的脚步声沿着楼梯上来。又是一声巨响，他们把放在二楼过道上的我母亲的缝纫机从楼上摔了下去。

我同大人一道待在黑暗的屋子里惊恐不已，我们在暴徒的威胁面前丝毫没有反抗的能力。我开始在心里面数时间。门马上就要被打破了……接下来会是什么？小孩子的脑子里也想不出什么细节，可是那种恐惧感却时时刻刻压在我心头。接着，最不可思议的事情发生了。他们没有闯进我父母的卧室。我们无须面对入侵的种族主义者。他们就这样走了，屋子里面一片狼藉——还有一个明确无误的信息。那天晚上，没有人竖起哪怕一根手指头来保护我们，平日里素来和睦的邻居也好，镇长也好。我们在这个生活了好几代的地方变成了陌路人。

午夜过后，我们听到后院里有人叫我母亲和外祖父外祖母的名字。原来是一对老年犹太夫妻，全都穿着睡衣，血从他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头上的伤口里流出来，他们想到我们家里来躲躲。他们一直待到早晨我父亲从林子里回来之后才走。

到了下决心的时候了。德国已经不是犹太人能待的地方了。虽说今天晚上是躲过去了——原因我至今百思不得其解——但我们可不能再冒第二次险。像那些侥幸逃脱集中营（那时我们还不知道它的厉害）的犹太人，我们匆忙卖掉了房子和其他财产，只拿回很少的一点钱。就这样，第二天我们就离开温宁前去法兰克福。外祖母有几个兄弟住在城里，那儿离我父亲家也不远。

在后来的岁月中，我曾3次回到温宁小镇，第一次是1959年，刚好是我们逃离小镇的第22个年头。我和妻子伊莲娜在西欧度过了4个星期的假期。镇子比我记忆中的还要小，房间也是如此。从前同我家交好的一位邻居热情地接待我们，仿佛什么都没有发生过一样。她带着我们转遍了大半个村子，把我介绍给我的父母和外祖父母的熟人，但我一个也想不起来了。犹太教堂还立在那儿，不过已经改成了天主教堂，只有一块饰板透露着它过去的用途。我们还参观了犹太墓地，那儿葬着我的曾外祖母和曾外祖父。在温宁，我觉得自己是个陌生人。虽然我还能用德语会话，可我却宁愿讲英语。

1978年，我二度回乡。那是在全家去以色列观光之后，我的3个十几岁的儿子想看看我的出生地。我们把车开进了镇子，我在自己曾就读的小学前停了车，建议大家沿着校园走，也想顺便再看看学校。突然，头顶上响起了战斗机的轰鸣，坦克和半履带式车辆辗过大路。原来是美军在演习。我的头脑仿佛突然闪回到从前的记忆里。那是1935年的德军演习。学校里的孩子们在街上站成一排观看希特勒的车队行经镇子。我也站在欢呼的人群中，希特勒就从我眼前不过六七英尺的地方经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过，他站在敞篷梅塞德斯车上，右臂前伸行纳粹礼，这个形象曾在无数的报纸上出现。人群中不断爆出欢呼声。

自那以后，我多次访问德国。1990年，应温宁市长之邀，我第三次回到那里，他是从德国报纸上知道我的行踪的。我经常到法兰克福，在各种会议上做报告，会见一些德国企业界和金融界的领导人。市长希望我到温宁去接受荣誉市民的称号。经过短暂的犹豫，我接受了这份邀请。可是，看来这中间有一点误会。我以为仪式在第一次拜见市长时就会举行，但他想的却是应该先同我商量怎么个办法。当我抵达温宁之后，他又增加了向我介绍本镇近期要闻的内容。一位来自以色列的犹太医生在邻镇哥登安了家，他和一位非犹太妇女结了婚，开始在当地行医。没过多久，他在自己的房里发现了卍字符，再后来连他的房子也被烧掉了。大惊之下，我赶忙离开了那里，再也没有回去。真是令人悲哀，在这个社区里，纳粹的余孽还在活动。

1999年10月，我到欧洲去举行演讲，顺便在法兰克福停留，为的是找到我的祖父的墓地。我手上有一张1940年7月签署的死亡证明，这时候二次大战和大屠杀早已开始了。但是我的祖父仍有可能被葬在法兰克福的犹太人墓地。幸运的是，墓地的记录册令我如愿以偿。祖父的墓穴在被废弃的墓地深处的角落里，我分开厚厚的落叶，露出剥蚀的不起眼的墓碑，童年时代的记忆开始在脑海里翻腾。我站在那里，意识到我是59年来第一次拜扫这块墓穴的人。我的父亲和他的兄弟们都没能按照犹太人的传统每年来为他们的父母扫墓——希特勒要对此负责。

童年时代不愉快的记忆已经淡去。二战之后，在美国的精心扶持下，德国取得了令人惊异的成就。如今，它是在欧洲拥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有支配地位的强国，民主政治体制也在这个国家里深深地扎下了根。在我的职业圈子里，我遇到过许多非常有才能的德国企业家和金融界领导人。新一代的德国人成长起来了，他们是二战后的一代。那个每当我碰到一个德国人就会在脑子里出现的疑问——在希特勒当权的年代里你在哪里？干了些什么？——也逐渐淡去了。

回到当年我们移民美国的计划，我们打算同亲戚们一起留在法兰克福，等到签证办下来之后再转往美国。出发后的第一夜我们是在贝丁根度过的。我好不容易才睡着，没过多久又被母亲摇醒，这回是从前天夜里极度惊吓的恶梦中醒来。

一到法兰克福，我们就迁入了租来的公寓，我转入当时有名的犹太学校"慈善学校"就读。各地的反犹情绪都在上升，法兰克福还算是好的。我的父亲更加急迫地要带我们离开德国。他没有工作可做，至于我的外祖父，他的全部生计都丢在了温宁。

好在我们有一些独特的优势。外祖父的两个妹妹在20世纪初就移民去了美国。我猜她们之所以去那里是为了寻一门好亲事。尽管她们都是美丽而又聪明的女子，可是按当地的习俗，女子出嫁须自备陪嫁。外祖父的父母不是有钱人，他们的女儿在德国小镇的择偶范围比起摩登而又辽阔的美国来自然差得很远。

她们的选择无疑是英明的，两妹妹中的一位嫁给了一个屠夫，他如今拥有一家大型肉类加工厂，生意很红火。20年代他们曾回国省亲，随身带着配车夫的大轿车，在温宁引起了轰动。另一位嫁的丈夫拥有一家大型熟食店。他们都有充裕的财力担保我们入境。在他们向美国当局呈送的宣誓书里甚至还夹了一封纽约州参议员罗伯特·瓦格纳的介绍信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我父亲先走一步，因为到 1937 年底，年轻的犹太男子随时都有被捕的可能。他先到阿姆斯特丹，在弟弟家住了几个月，然后前往纽约。然后，我母亲带着她的父母，我的祖母，一位上了年纪的叔祖还有我前往美国。我们只能随身带很少一点东西。最好的便携资产就是莱卡相机和蔡斯战场望远镜，这两样东西在美国都能卖个好价钱。

新美洲之路

1937 年 12 月 10 日，我们从汉堡上船，这是一艘德国客轮，名为“德意志土地”(在二战中被盟军击沉)。在风浪中颠簸了 7 天之后，我们靠上了纽约港。这是一个阴沉的、狂风呼啸的下午。在一个来自德国乡下的 10 岁小孩的眼里，曼哈顿看上去简直令人生畏。好在有很多人到码头迎接我们，嘘寒问暖——不光我外祖父的两个妹妹，还有她们全家，外祖父的弟弟和他全家（比我们早到纽约几年）——还有我母亲的几位堂兄。

几星期之后，我们搬进了东布隆克斯森林大道上的一套双卧室公寓，我们的财务状况不容乐观，此地距几个亲戚家又很远。既然我们已经有了固定住址，我母亲就带我去了相隔只几个街区的第 23 公立小学。那时我已经 10 岁，可是因为几乎不会讲英语，只能分到一年级去上学。除了英语之外，其他课程都是我学过了的。过了大约一年时间，我才升入原来的年级。不久，我们又搬进了靠近杰克逊大道的一间公寓。我们很喜欢自己的新家，我也开始适应美国的学校。

不过，说到谋生，那又是另一回事了。不要忘了，那可是 1938 年，二次大战开始之后的军事动员正在缓解萧条的局面，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是复苏的过程摇摆不定。失业率高达19%，人们还在担心经济再度衰退。尽管面临着这种极其困难的局面，我们和其他新移民一样还是充满了信心，留在德国的人传来的消息越来越糟，他们的前途令人担忧。大西洋两岸的德国犹太人都在急迫地寻找愿意为那些还没有出来的人提供担保的好心人。

我的父母都找到了工作，虽说并不是他们所愿意的，但毕竟生活有了保障。父亲当上送奶工人，每个小时可以拿到25美分。有一天他把运牛奶的卡车弄翻了，结果丢了这份工作。于是他又进了由我外祖父的妹夫开的那家肉食品加工厂，就是他为我们提供了担保书。工厂工作很辛苦，父亲经常要每周工作60个小时。

母亲一开始是给别人做家务，同时给好几家干。后来她在曼哈顿的纺织工厂区一家胸罩厂里找到了工作。虽说有外祖母帮着做饭和整理家务，母亲从工厂下班之后还要忙碌到很晚。她早上6点钟就要起床，晚上到半夜才能结束一天的劳作。直到1945年，她才辞去工厂的工作。

像我们这样的一个大家庭能够如此和睦，这一直令我觉得不可思议。在我们迁入杰克逊大道的大公寓时，家里面人口已经增加到了8个。有两个新成员是我母亲的表弟，他们只有20多岁，我们帮助他们在二战爆发的前夜逃出了德国。全家只有一间盥洗室，但没有一个人抱怨。我们已经把希特勒的暴力机器甩在了身后，一心一意克服融入美国社会的挑战。

家庭成员面临的困难各不相同，但他们都能乐观待之，并且取得了成功。对于外祖父和外祖母来说，语言是最大的挑战。此外，作为60多岁的老人，他们也很难适应一些新的生活方式。不过，能够躲过大屠杀已经令他们心满意足了，何况还能跟自己的家里人和一些朋友生活在一起呢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刚刚迁入新的国家，我的父母亲忙得几乎席不暇暖。不仅工作时间长，还要经常在家里接待来访者。朋友和亲戚们往往不请自来，这在犹太社会中是很平常的。许多人待到喝完下午茶，甚至还要留下来吃晚饭。这样一种亲密自然的家庭生活如今已经成了珍稀的回忆。

对我来说，语言的障碍是很容易克服的。像许多纽约人一样，我也喜欢上了街头棒球、棒球和垒球。不幸的是，由于小儿麻痹症的后遗症，我的左腿力量不够，奔跑速度上不去。残疾破坏了我成为一名伟大的棒球联盟选手的童年梦想，只有当坐在棒球比赛场上的时候，这种念头才会又从心底里冒出来。既然不能上场打球，我就做了纽约巨人队的球迷。与此同时，我还迷上了公共图书馆，经常在里面阅读英国文学作品。

在我 13 岁举行过成人礼之后不久，我们家又搬到了华盛顿高地，它位于上曼哈顿地区，已经变成了中产阶级德国犹太人家庭的聚居地。我转入了乔治·华盛顿中学，在我之后进入该校就读的有亨利·基辛格和艾伦·格林斯潘等。我的学业成绩非常出色，屡获殊荣。随着毕业的临近，一个大问题摆在了我们家的面前：我该去哪里上大学。我对自己的职业前景并无定见。但我的母亲和外祖母却有自己的主意：她们希望我当一名医生，在当时这是对一个犹太小孩未来的典型期望。

我在纽约大学布隆克斯的大学高地分校注册上学，这里的学生不是医学预科就是法学预科，还有机械学院的学生。同纽约大学在华盛顿广场的分校不同，这儿的学生清一色是男学生，其中许多是刚刚从二战战场退役的军人，他们大部分较为严肃而且目标明确，与我们这些刚刚高中毕业的毛头小伙子自然不可同日而语。我在学校里非常用功，完全不需要督促。尽管他们嘴上没有说，我心里很清楚家里对我的期望。我感觉到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们的急迫心情，也理解他们为我做出的牺牲。

事实上，在我家里，很多事情是不需要讲出来的，但我相信没有人会不明白。我猜想，我们家就像别的德国犹太人家庭一样，斯多噶气味很浓，亲人之间不会大声说“我爱你”这类的话。

家庭对我的未来的无言的关心迫使我在夏天就去注册，修满 12 个学分的课目，其中包括一门 8 学分的分析化学课。整个夏天我都在思想斗争，医学专业恐怕非我所长。相反，我热爱的是历史和文学。在听了一门经济学导论课程之后，我觉得非常有兴趣，接着又选读了货币与银行业的课程。在教室所开列的必读书目中有弗雷德里克·海耶克 1944 年出版的作品，《通向奴役之路》，他在书中为自由市场体制进行了辩护。海耶克将经济计划视为通向极权主义的决定性步骤。这本书受到刚刚从希特勒和墨索里尼的暴政下解放出来的人们的热烈欢迎，而在新政的追随者中间却颇受冷遇。《读者文摘》曾印行该书的节选本，一时之间广为传播，这一情景与当时 J·M·凯恩斯和艾尔文·汉森的理论观点的流行形成了有趣的对照，因为两者关于国家在经济生活中的作用的立场针锋相对。

在低年级的时候，我仍然沉迷于历史和文学，但已经知道自己会从事与经济或金融相关的职业。这些课程吸引了我，它们把我带入了曾经亲身经历的现实生活之中，而科学在我看来则过于抽象。

回首当年，我相信，少年时代的经历不仅对我的行为方式产生了影响，更在此后职业生涯中的经济和金融思想打下了烙印。我毕竟是在德国的奔腾式通货膨胀的余波中长大的，中间经过希特勒上台执政，最后又来到多元化和民主的美利坚。在后来的岁月中，无论是我的文章还是演讲中都贯穿着坚定的反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货膨胀的立场。追溯起来，这种情绪正是源自外祖父反来复去讲给我听的故事：降临到他本人和他的家乡的超级通货膨胀灾难。在那段令人绝望的日子中，易货交易越来越成为商业交换的主要形式，而债务则由分文不值的贬值货币来清偿。金融系统丧失了基本的功能：资源的有效配置。

我从这些故事中得出的另一个教训是，剥夺中产阶级的公民权利很可能会给社会带来灾难，而这恰恰是通货膨胀的恶果之一。从短期来看，赤贫者在骤然降临的通货膨胀中并不会失去什么。从长期来看，赤贫者在通货膨胀中无非仍做赤贫者而已。债务人是通货膨胀事实上的受益者。富豪们多少也有办法逃避通货膨胀的痛苦，不过在像德国发生的那种超级通货膨胀中，他们也一样躲不过。经济灾难成了社会和政治动荡的温床。我所接受的职业训练确认了我直接得自早年观察的经验：金融体制和市场在社会中扮演着一个特殊的角色。它们是有效分配储蓄的前提，为了发挥它们的功能，有必要在企业家的活力和信用责任之间保持平衡。关于这一点，我在本书后面的章节中还会详细地解释。

尽管我在很小的时候就以难民的身分来到美国，但那时我已经对祖国的灾难有了相当多的了解。因此，比起土生土长的美国人，我对有可能危及这个国家的经济发展更为敏感。这样一种背景很可能加强了我作为经济学家对具有不稳定作用的经济现象的关心：70 年代的螺旋式通货膨胀、70 年代和 80 年代的快速债务增长、80 代过度宽松的财政政策以及近几十年来许多金融机构所表现出来的信用责任的缺乏。我为自己身为美国人而自豪。因此，每当经济过热威胁到经济状况的稳定，进而威胁到我们这个具有特殊活力和多元化的民族的时刻，我总是大声呼吁采取更为明智的行为和更有效的政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我刚来美国的几年里，罗斯福总统成了我心目中崇拜的偶像。许多犹太人都把他看成是英雄。他很早就看清了希特勒的嘴脸，试图动员整个国家来反抗暴政。我之所以崇拜他还有我个人的原因，他也是小儿麻痹病的患者，但他从未让残疾挡住自己的雄心。

后来人们所进行的历史研究表明，当年罗斯福——还有其他许多人，包括一些犹太人领袖——本可以为欧洲的犹太人提供更多的帮助。而随着职业经验的增长，我自己也认识到，罗斯福时代所通过的旨在防止大萧条卷土重来的法律中有一些肯定是矫枉过正了。国家复兴署的设立就是一个错误，它试图用中央计划取代市场经济。规定商业银行和投资银行必须分业经营的格拉斯—斯蒂格尔法案也是对银行家们的过分惩罚，好像在马儿放跑之后再去关紧栅门。还有许多在新政时期实施的法律同样具有误导作用。当然，我们不应该对此过于苛求。从历史的经验来看，每当经济或金融之摆摆向某一极端之后，接下来它一定会摆向另一极端。

这些都是我成为经济学家的历史背景。经济学将我带回我父亲和外祖父曾向我讲述过的第一次世界大战之后他们在德国的亲身经历。它还帮助了我理解在我的青年时代给全世界带来深重灾难的大萧条。经济学似乎是我命中注定的职业。如果说我有所成就，那不过是因为我曾尽了自己的绵薄之力来帮助解决这个国家所面临的一些经济问题。不过，当我开始投身于这个职业的时候，我从未想到过自己将来可能取得什么样的成就。

应当说明的是，作为纽约州立大学的学生，我在职业的选择上是完全自主的。没有哪位教师在这方面进行过特别的鼓励，我完全是被这门课程本身所吸引的。我是在研究生院和工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作以后才碰到对我个人职业前途产生影响的导师的。

长期以来，有关高等教育的师资应该首重教学还是研究的争论从未平息过，我本人倾向于教学派。伟大的教师们是在课堂上而不是在著作里激发我的想像力。在研究生院里，我曾聆听过像马尔库斯·纳德勒和彼得·杜拉克这样的名家的训导。他们都曾撰写过具有深远影响的著作，这些作品必将流传到21世纪甚至更久远的未来。但是，他们的直接影响在课堂上表现得最充分。在为撰写著作进行研究的过程中，杜拉克和纳德勒搜集了充分的信息，发展了他们在课堂上所讲述的思想。我无意贬低研究的作用。但是，好的教师同样也是天才，他们能将非常复杂的主题讲得生动有趣而又要言不烦。深受纳德勒影响的人从30岁到50岁甚至70岁（像我这样）都有，人数至少有几百，也许有数千。至于杜拉克，他直到现在还在传教。而反过来，我们这些人又会影响其他许多人。

我如饥似渴地投身于学业，选修学校允许的最多限度的课目。最后只用了2年半就完成了全部课程，这是在1948年1月。

在那个时候，进入商学院还不需要有工作经历作为先决条件。我被哈佛、哥伦比亚和密执安大学同时录取。哈佛不同意接收春季入学的学生，而我又不愿意再等8个月。于是我在哥伦比亚大学注册了一年期的科学硕士课程，为的是将来能在银行业或证券市场中谋一个职位。我在绝大多数课目里取得优秀的成绩，尤以银行业和经济学学得最好。

最令我头痛的是证券分析课，这门课程的授课人是大卫·多德教授。这是一位具有传奇色彩的人物，大家都知道，证券分析业的传世经典《证券分析》（中译本由海南出版社1999年出版——编注）就是由多德和本杰明·格雷厄姆合著的，该书

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多年来一向是这一领域里的标准教科书。现在想来，当时我之所以学得吃力，是因为我在会计和金融方面的基础知识不够的缘故。

当年，我就是这样自己摸索着蹒跚学步，满心希望自己为在华尔街的公司或银行里谋职做好了充分的准备。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　走进华尔街

在所罗门公司里，每时每刻你都会听到点钞机在哗哗作响。

——纳德勒

1949年1月，我在哥伦比亚大学修完科学硕士课程，一个令我踌躇满志的成就。可是，在华尔街谋职的前景看来却十分黯淡。头一宗，我在华尔街上没有熟人，没法为我自己做引荐。此外，当年的商学院并不像今天这样急于为它的毕业生找到好工作，哥伦比亚当然也不例外。（现在情形则大不一样了，课程还没结束，招聘人员就来校园里物色合适的人选，许多用人机构还为有希望的研究生提供暑期的实习机会。）不过，最主要的问题还是，在当时，银行业里根本就没有多少就业机会。经济进入了又一轮萧条，被战时需求所压抑的消费反弹的第一波结束了。此外，数百万复员军人回乡也加剧了就业紧张。

当年的金融界——无论在结构上还是行为方式上都和今天大相径庭——远不像今天这样热闹。1949年全年的交易额为2.72亿股，这在今天至多只不过是一个上午的工作量。同样，50年前柜台交易量也少得可怜，整个市场了无生气。银行和保险公司手中握有大量现金。例如，前者的贷款/存款比低于60%，而在今天，这个比率早已超过了100%（如今的银行不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再局限于以存款作为资金来源，他们也可以从别的渠道筹集资金）。当年市场上还有许多储贷协会以及储蓄银行，其中很大的部分已经在此后的衰退和合并中消失掉了。共同基金才刚刚起步，储蓄流入私人养老基金的势头也不像今天这样猛。

那个时代美国金融业最显著的特点就是分业经营。作为30年代金融崩溃的教训，立法者对银行和证券公司等主要金融机构的业务做了分别的限制。例如，他们对储蓄存款和住房抵押贷款规定了利率上限。在公司金融业方面，债券的年发行额不过才29亿美元，差不多相当于现在一天的总承销量。

政府债券方面，国库券利率不得高于存款利率上限3/8点的限制刚刚被解除，而对长期国债的利率能否突破上限2½点的争论正在热火朝天地展开。（直到1951年，联邦储备委员会才恩准。）金融机构里几乎看不到称职的经济研究人员。在主要金融机构之间存在着一种君子协定，不会相互到对方那里挖角。这一切，都使得在金融界谋职的希望变得非常渺茫。

在产业银行界学习行业规则

经过6个星期的研究，1949年3月，我加入人民产业银行，当上了一名信贷分析师。这家银行刚刚迁入位于美洲大道和第30街交界处的新大楼里，这是皮毛厂区的中心，位于纺织厂区的边缘，离鲜花批发商区也不远。这一地点距离主要证券公司和银行机构总部所在地华尔街有相当的距离。我的薪水是每周45美元。这只是一个开始，我在那里学到了许多对我未来的华尔街生涯大有帮助的东西。

我怀疑今天还有没有产业银行这种机构了。在1949年，商业银行与产业银行的主要区别在于后者主要向中小型的企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提供融资服务。他们所采用的形形色色的融资技术甚至连今天的商业银行也不会接受。其中包括应收帐款融资，动产抵押贷款、户外仓库贷款、应收商业票据再贴现，甚至还包括各种各样的消费者信贷。此外，人民产业银行还向许多中小型金融公司提供融资。

信贷部很小：除了经理之外只有4个人。我所接受的是非正式的在职培训，虽然不能尽如人意，但应当说也确有许多好处。我一下子要面对形式各异的信贷工作，这令我有机会同高级管理层进行密切的接触，包括总裁和高级信贷官。这些资深人士没有什么理论知识，但他们在每天同客户的亲密交往中却获得了可观的“街头智慧”。他们的生意要求业务人员同借款人之间保持一种特殊的个人关系，而在投资银行业中，这一点并不重要。不过，在他们的本行里，这一套真的非常管用。

信贷审批程序从资产负债表和损益表的分析开始。对那些知道怎样从中发现借款者想要隐瞒的东西的人来说，很容易就可以发现其中的陷阱，这个本领我很快就学会了——近几十年来暴露的一些更富于欺诈的信贷丑闻总是令我回忆起当年的经验。资产负债表总是倾向于高估资产和低估债务。毫无价值的存货常常被计算成一大笔现金值，而表面看来具有高度流动性的应收帐款其实早已是收不回来的死帐。现金储备缺乏则是这些财务报告中未能反映的另一个普遍问题。应收帐款是流动资产，但是它的可流动性可能会相当低。

资产负债表反映的只是企业在某一时点上的状况，它对企业经营形势的揭示是非常有局限的，这一点必须牢记在心。因此，一个好的银行家要想了解一个企业，就绝不能只看资产负债表。同样，也不能将损益表简单地看成是数字的集合——在目光敏锐的银行家眼里——它是通向企业内部信息的窗口，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营手法到管理哲学，不一而足。简言之，好的银行家熟悉财务报表的缺陷，也知道应该怎样来纠正。

根据这个定义，我在人民银行中的同事个个都是出色的银行家。他们的知识和直觉令他们在工作中如鱼得水。但是，我怀疑他们的能力也只局限于常规的业务领域。而我的志向则是将我所受过的学术训练应用于别的金融业务。不过，作为起步，人民银行的工作对我来说还是很合适的。

在最初的几个项目中，有一个是要我评估一家中等规模的金融公司的应收帐款的质量，银行向这家公司发放了许多无担保贷款。让我吃惊的是，我发现在这家金融公司向它的顾客所发放的贷款中，超过一半的贷款已经被借款人多次展期，许多借款人的帐户在一年里没有偿付一分钱。可是，这样的应收帐款居然还列在流动资产项下，只有很小一部分被挑出来。还有一次，在评估一家大型家用电器零售店的信贷价值时，我发现该公司将所有未清偿应收帐款的财务费用列入收入，这样就高估了公司的利润。不幸的是，最近几年来，这种会计上的小伎俩似乎又死灰复燃了。

最重要的是，我很快就懂得了借款者管理方法的质量和信用是至关重要的。例如，在担保贷款中往往可以发现借款者的弱点所在。用作抵押物的资产的价值往往被夸大，即使是重置成本也同样靠不住。在这方面我曾有过亲身的体会。公司曾要我评估一家特大型的专业印刷商的抵押价值。我研究的结果是，考虑到它的设备的用途极其有限，其抵押价值大大低于设备购买时的价格。

还有一次，我核查了一笔发放给一家瓦楞纸箱生产商的贷款。借款人以一纸户外仓储协定为抵押获得了一大笔贷款，也就是说，这笔贷款是用借款人手上的存货来担保的——在这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例子里，就是该工厂用于制造瓦楞纸盒子的巨额的牛皮纸库存的一部分。为此，该工厂的一个雇员被指定担任被抵押库存的信托人。当我拜访该工厂时，我发现被指定用来抵押的库存存货堆放在院子里，风吹雨淋。而在库房里却有许多保存完好的存货——显然更值钱，也更适合作为贷款的担保品。事后我所呈报的书面分析被银行的副董事长注意到，他立刻惩戒了负有责任的信贷官员，让这笔贷款获得了合适的担保。

相比之下，分析公司的管理工作则困难得多。加入人民产业银行 4 年之后，我被提升为信贷经理。此后不久，银行的律师前来见我，他遇上了棘手的难题。有一天晚上，他在一家当时极有名的夜总会"拉丁区"里见到了我们一位大的借款客户。此人——年近六旬——是同一位非常年轻的女士在一起。律师很容易就看出这两个人，从他们的行为来看，既不是亲属，也不是柏拉图式的异性朋友。"现在我们该怎么办？"律师固执地问我。我的答复是，我们无需为他的个人行为负责。但是，真正的问题是，客户的个人生活会不会对他的企业的财务安全构成威胁。

幸运的是，当时正值月末。我要求簿记部将他盖销的支票拿来核查，包括企业帐户的和个人帐户的。在企业和个人帐户开出的支票里，有相当一部分——其中有些数额颇为可观——是消费在珠宝、皮革、夜总会和一所公寓的租金，但肯定不是他在纽约城里的那套。我们当然不会在这类事情上违逆客户的意志，但是，我们却大大地削减了他的信贷额度。高度的诚信和道德水准单从财务报表中是看不出来的。注册会计师的相关声明也帮不了多少忙。

在我供职于人民银行的头 5 年里，该银行曾两度转手：第一次是在 1951 年，被卖给了住房金融公司，1953 年又被转卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给了制造商信托公司。1954 年，我当上了低级信贷官，但我仍在追求一个能够让我更充分地应用自己的学术训练的职位。事实上，就在过去几年里（从 1950 年开始），我一直在攻读博士学位，完成我的研究生教育。

从商业银行业到中央银行业

哥伦比亚大学没有博士级别的夜校课程，我在纽约大学工商管理研究院里注册攻读博士学位，学校的校址在三一广场 90 号，紧挨着美国股票交易所。从 1950 年到 1956 年，我白天在银行干全职，每周再拿出 4 个晚上上课。我也参加暑期的课程。每个周末我都要忙于追补家庭作业。但我乐此不疲，货币市场、国际资本市场、金融史和一系列金融方面的专业课程都让我受益匪浅。

我甚至还选修了几门企业管理方面的课程，这主要是为了见识彼得·杜拉克是何许人也。50 年代中期，杜拉克早已是全国著名的学者了。他的著作《管理的实践》受到广泛的关注。杜拉克最令我倾心的魅力在于他能够将哲学和历史的思考引入对商业问题的广泛而深入的考察之中，这一点至今令我仰慕不已。

与此同时，在彼得·杜拉克身上还表现出完美的人性。我是在自己博士学位的口试中亲身体会到这一点的。长达 3 个小时，6 位教授轮流就 3 个主要的专业领域向我提问。头一小时的提问集中在货币市场。有一位教授考问我通过联邦预算赤字解决战时融资需要的问题，他要求我在黑板上演示利用债务和信贷手段完成战时融资的策略。每个人都可以清楚地看出，包括我自己在内，我的答复和解释显然不尽人意。看到 6 位教授

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

脸上浮现出疑问的表情，我的心不由得沉了下去。

口试的中间有一次短暂的休息，我可以借此喘一口气。彼得·杜拉克和我一起去上厕所，他在过道上叫住我。“亨利，刚开始的时候你的表现糟透了，”我至今仍然清楚地记得他所讲的每一个字，“不过如果你能够保持刚才的水平，你一定能通过。”他那时同我基本谈不到有交往，正因为如此，这份和善和亲切令我感动至极。在鼓励之下，我稳住了阵脚，终于通过了考试。

对我的职业生涯影响最大的人无疑是马尔库斯·纳德勒，他也是我最热爱的老师。纳德勒是我的思想导师，后来我们又成了朋友。他有一种独特的人格魅力。纳德勒身高 5 英尺 7 英寸，黑头发，戴眼镜，貌不惊人。他一向不苟言笑，烟不离手，最后到底得了肺癌。纳德勒的课堂上总是人头攒动，特别是像“当代经济问题”这样的课程，这门课在纽约大学备受欢迎，连从前的学生也会回来再听一遍。

纳德勒的讲课语调从容，逻辑缜密。作为教师，他有一种稀缺的本领，能够将复杂的课题拆解为有趣的和容易理解的各个要点。换句话说，他是简化大师，擅长将抽象的观念转化为实际应用的问题。纳德勒本人是好几家企业的顾问，包括汉诺威制造商银行，他经常将真实生活中的问题拿到课堂上来讨论，从而让学生们有机会将教科书所学到的东西同现实进行对比。纳德勒在提出材料时注意保持一种平衡的和公平的态度，毫无主观的偏向。他总是竭力试图从各个角度来思考和推敲。同任何一位伟大的教师一样，纳德勒对自己的专业表现出一种近乎宗教般的热忱，这种投入的态度很容易传递给他的学生。

纳德勒拥有一大批追随者，这丝毫也不会令人感到奇怪。有许多学生在毕业之后又会回来再注册旁听他的经典课目“当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代货币市场问题。”他非常注重因材施教，我对我们两人一起度过的时光极为珍视。正是在他的教导下，我形成了自己的信念，金融机构和市场必须在企业家的创业冲动和信用责任之间保持平衡。而他对待反对派观点的公平和开放的态度也同样影响了我，他不承认任何一个学派的经济学思想可以垄断人类的智慧。

不仅如此，纳德勒的忠告还直接影响了我的专业生涯。有一个小插曲我至今仍然牢记在心。在令人畏惧的 3 小时博士学位口试日期临近的时候，纳德勒教授给了我一份 3 页纸长的注意事项。他写道，首先，我要通读即将在答辩中考问我的 6 位教授的全部作品。第二，到每位教授那里去做一次拜访，介绍我本人并且回答他们可能会提的任何问题。最后，纳德勒告诫我，在考试中每个问题提出之后稍事思索，组织好思路，而在回答时要从容不迫，显出深思熟虑的样子。他为此对我做的解释也很实在，回答得越快，留给新问题的时间就越多。

谢天谢地，考试总算通过了。几月后，当我还在奋力完成博士论文的时候，纳德勒再次向我提出了职业建议。他对我的研究成果表示了首肯，但他也承认我在银行业的前途看来很有限。制造商信托银行的分部恐怕不大可能给我机会来应用课堂上学到的东西或由我自己发展起来的思想。纳德勒建议我转往总部，或者到一家大型的国际性企业去谋职，从而为自己的学术知识找到用武之地。

我听从了纳德勒的建议，找机会和雷蒙得·迪尔林谈了一次，他是总部的执行副总裁和司库。这是一次友好的交谈，几周之后，迪尔林打电话给我。他先恭维了一番我在学术上的成就和分部出色的信贷工作，建议我放弃调往总部的请求，转任一家大分行的信贷官，例如设在帝国大厦的那家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与此同时，另一个机会也在向我招手。我已经向纽约联邦储备银行递交了求职申请，我当然不知道应该申请什么样的职位，只要适合我就行。因此，当该银行的代表打电话给我时，不免有些吃惊。他们正打算开展一项有关向小企业提供资金的大型研究，正在招募具有银行业背景的人员。我刚好有这方面的工作经验，更重要的是，我的博士论文即将完成，题目刚好就是："小企业融资"。

就像以往一样，碰到重大的职业抉择时我就去找纳德勒。当我摆出两种选择——一家大型分行和纽约联储——他立刻作出了回答。"想都不要想。去联储工作，你会看到一片新的天地。"也许联储事先已经给他打过招呼了。联储银行研究部的头头罗伯特·鲁萨认识纳德勒，而玛德琳·麦克惠尼，我在联储的第一任老板，则是纳德勒从前最欣赏的学生之一。（我总觉得，要是晚生 10 年，她一定能当上哪家联储的行长。）不管怎么说，我心满意足，纳德勒又一次给出了中肯的建议。

1957 年，我刚进入纽约联邦储备银行时的工资是 7000 美元，比我在制造商信托银行拿得还要多。当雷·迪尔林后来又给我打电话征询我是否愿意转往帝国大厦分行任职的时候，我怀着满意的心情告诉他离职的决定。类似的场景在一年后又重复了一次。当时早已在纽约联储就职的我接到制造商信托银行打来的一个电话。好像是说他们的新任董事长加布里埃尔·豪格打算请一位助理，要求具有广博的学术背景和一定的银行从业经验。我愿意考虑回银行工作吗？这一回，回答还是"不"。

正如纳德勒所指出的那样，纽约联储在我面前打开了一个新的世界。在制造商信托银行里，信贷工作要求我同形形色色的客户打各种各样的交道。而在研究部里，情况刚好相反，我只同研究员们一起工作，只是偶尔碰上来自私人机构或联储系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统别的部门里的人。变化太大了。不仅是从一家小银行来到中央银行，而且也让我彻底脱离了同小企业的接触，转入货币和资本市场——大机构和大市场。

纽约联储的研究活动包括以下内容：信贷质量，商业银行借贷与投资，外汇市场的发展，共同储蓄银行和人寿保险公司在资本市场上的角色，消费信贷和向联储的融资。除了对机构的研究之外，人们也把越来越多的精力投放到了跟踪和评估企业和货币市场现状以及国际经济和金融发展的研究之中。

在全部的 12 家联储银行里，纽约联储的角色最为独特。它是最重要的一家，因为它坐落在货币和资本市场的心脏。它负责执行联储公开市场委员会作出的公开市场操作决定，纽约联储的总裁是该委员会的副主席，拥有一个永久性的投票名额。由于这些缘故，纽约联储的研究水平比起华盛顿的联储理事会来毫不逊色。

新的工作要求我学会写简明而有条理的报告。我为该银行的《每月评论》所写的第一篇文章就让我学到了这一教训。它是有关商业银行收益的报告，我自认在这个主题上颇有发言权，因为我曾在银行里面工作过，并且经手了许许多多的信贷业务。出乎我的意料，银行总裁阿尔弗雷德·海耶斯把手稿退回我和别的经济学家，还附了好几十条透彻的批评意见——足以将我的自信心降低好几级。最后，当我们把文章拿去复印的时候，手稿已经被改得面目全非了。

新工作最令我激动的地方在于，我可以亲眼看到教室里的概念被应用在当代世界的重要事件中。《每月评论》成了我的第一块向关心经济的读者发表意见的阵地（参见书后所附的《作品与演讲名录汇编》）。与此同时——最初完全是出于偶然——我开始担任金融与经济问题的发言人，并且一干就是好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几年。布鲁斯·麦克劳瑞（他后来当上了明尼阿波利斯联储银行总裁和布鲁克林研究院院长）曾被任命暂时代理向公众发布信息的工作，任务包括就联储及货币市场问题对外发表谈话。麦克劳瑞生病之后，就由我来接任。

我对这份工作记忆犹新。有一次是在布朗大学储蓄银行业研究生院的为期两座的讲座上阐明联储对货币市场的政策。同行人员还有汤姆·瓦格，我事先做了精心的准备——不仅仅是因为我在公共发言方面是个新手。事先我被特意告知，演说必须严格地限制在分配给我的50分钟时间里。他们告诉我，如果我超时了，哪怕是一分钟，坐在教室后部的某个人——这是布朗大学席明纳尔（学术讲座）的传统——就会从录音机里放出进行曲，而所有的观众都会起立并且走出教室。

在布朗大学我小心谨慎地避免了尴尬的局面，但是在不久之后的一次公开演讲中到底还是出了漏子。那是在纽约的宾汉姆顿信托投资学院，演讲主题又是货币市场。这本来就是一个令我着迷的议题，更让我感到意外惊喜的是我的演讲不时地被掌声和欢呼声所打断。问题在于，这种鼓励似乎同我的演讲之中的精辟之处毫无关联，可是这有什么关系呢？——只要听众高兴就成。不过很快我就发现，听众的鼓掌似乎朝向另一个方向——每隔几分钟就会有一个人出现在讲台后部拿着一个代用记分牌报告当时正在进行的世界循环赛的进展。主队战绩遥遥领先，而我领受的欢呼也就一个接着一个。

当我在联储干满了几年之后，我对金融市场的理解已经比从前深入得多了，对我所阅读的这个领域中的作品也有了更深入的体会。我开始根据影响银行储备的因素做经济预测，我把自己想像成坐在执行公开市场操作的交易台旁的观察家。

1957年是我个人生活的一个里程碑。这一年我不仅在联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储找到了工作，而且还结了婚，直到50年后我们仍然恩爱如昔。我是在一年前的劳动节时遇见伊莲娜的。那是我的叔叔安排的一次约会，事先我们并不认识。人们不会忘记同生活中重要人物的第一次见面。我们去了阿斯布瑞（Asbury）看了一场电影《上流社会》。伊莲娜就读于罗素·塞格研究所和费尔赖·狄金生大学，当时她在一家公司里担任采购助理，为全国各地的客户采购服装。

没过多久我们就陷入了热恋。1957年2月我们订了婚，就在我进入联储之前不久。9月15日，我上班没几天就结了婚。我们在上曼哈顿租了一处公寓。第一个孩子格林出生于1961年11月5日，为此我们又迁往同一地区另一处大一些的寓所。第二个儿子克雷格出生于1964年8月12日。后来，在格林到了上学的年龄之后，我们又搬到了新泽西的格林罗克，主要是看中那里学校的好名声。小儿子丹尼尔是在1969年11月3日出生的，此后我们搬到另一个社区的大一些的房子里。伊莲娜承担了在家里扶养孩子的责任。孩子们长大离家之后，她担任了好几个社会职务，其中最主要的包括伊莲娜·考夫曼文化中心，以默金音乐厅知名，后者是一处著名的表演艺术场所。

在我就职于联储的那段时间里（从1957年年中到1961年年底），中央银行经历了几次金融市场和经济中的循环性震荡。利率波动实际上相当厉害，尽管其绝对值与今天相比应该说还是很低的。例如，在联储为刺激经济采取了放松银根的措施之后，3月期国库券的收益率从1957年的3个百分点跌到1958年第二季度开始时的5/8个百分点。令人吃惊的是，市场上出现了大量的投机行为，特别是某些美国国债品种极为活跃——60年代初到期的2⅝利率的国债。接着，利率大幅上升，许多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者亏损累累。简言之，联储的工作令人兴奋。

在这些年的经历中，特别值得一提的是我所在的那个高度专业化和才华横溢的研究群体。其中包括恩斯特·布洛克，劳伦斯·里特，杰克·古腾塔赫和罗伯特·林赛。他们4人此后在学术上全都极有成就。安德鲁·布里默和艾麦特·赖斯后来都进了联储理事会。蒂尔福德·盖纳斯先是在芝加哥第一国民银行出掌投资部，后来又当上了汉诺威制造商银行的首席经济学家。弗兰西斯·肖特离开联储之后出任公平人寿保险公司首席经济学家。布鲁斯·麦克劳瑞先是在明尼阿波利斯联储任总裁，接着出任布鲁克林研究院院长。彼得·斯特恩赖特离开研究部转任公开市场部头头。保罗·沃尔克，众所周知，最后荣登联储主席的宝座。阿尔伯特·沃吉尼娄尔进了花旗银行，此后又多年担任第一波士顿公司的首席经济学家。

尽管有许多优秀的经济学家和金融专家终生在联储内任职，但从我上面开出的这份名单可以看出，联储同时还充当着许多国内最有才干的分析家的培训基地。这种传统一直延续到今天。联储过去是，今天也仍然是获取金融政策实务操作的理解和经验的最佳场所，它还是学习全面理解金融市场及其与经济的联系的最佳学校。你还能够在这里获得有关经济与金融市场中某些非常专业的领域里的知识。新的成员来到研究部，老的研究员陆续离开，有的去了联储系统中的其他部门，有的去了大学和金融机构。

加入所罗门兄弟公司

虽说我在联储的工作干得越来越顺手，但到了第三年我不得不面对3份新的工作邀请，在它们之间做出选择。第一份工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作来自鲍勃·鲁萨，他邀请我去土耳其，担任土耳其中央银行货币市场与银行业事务的顾问，为期两年。初看起来，这份工作颇为诱人。我结婚才不过几年，有机会到中东旅行的确令人兴奋，甚至颇有罗曼蒂克情调。不过，我的导师和顾问纳德勒却不这么看。"你想去那里的真实动机是什么？你打算达到什么样的目标？"这是他的第一个问题。接着他很快又说，"有两个理由你不应该去做这份工作。首先，两年以后你是要回来的，谁会用得着一位土耳其银行业的专家？第二，如果你回到纽约联储，你的经验和知识上的优势将不复存在，你会被甩出这个圈子。"他是对的，我回绝了第一份工作。

第二份工作是我的朋友介绍的，他把我的名片给了他的一位猎头朋友。富兰克林国民银行当时正在物色一名信贷官兼银行总裁阿瑟·罗斯的顾问。以长岛为基地的富兰克林国民银行当时正计划将总部迁往曼哈顿金融区，雄心勃勃的企图跻身于货币市场金融机构的行列。我同罗斯见了一次面，结果却并不令我满意。我明白了纳德勒博士为什么要对我讲下面这番话。"在职业生涯的这一阶段，你何必去一家地区性银行工作呢？"因此，这份工作也同样被推掉了。值得一提的是，富兰克林国民银行于 1974 年倒闭了。在此之前，美国政府放弃了金本位制，货币汇率开始浮动，而富兰克林不幸猜错了汇率变动的方向。当时在外汇浮动的领域中实际上根本就没有什么专家可言，富兰克林银行为此付出了惨重的代价。

这一年里的第三份工作邀请来自史密斯·巴尼公司。1961 年时，它已经是一家颇具规模证券公司了。史密斯·巴尼公司正在招募一名驻欧洲的代表，要求此人既有广博的学术背景又具备一定的银行业或金融机构的工作经验。这份工作的薪水比我在联储高一倍，这令我颇为动心。更重要的是，加入一家著

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名的华尔街公司向来都是我的梦想。游览欧洲也是一个十分诱人的条件——当然比土耳其更有吸引力。

纳德勒博士对此颇为犹豫。他对欧洲的发展前景不能肯定。在1961年，欧洲还缺乏后来它所拥有的资本流动水平。但是，最终打消我接受这份工作念头的是他所说的另一句话，"亨利，你该明白，以你的宗教立场而言，你是不可能在这家公司里当上高级合伙人的。"我只能痛苦地承认，他的看法很可能是正确的。

令人高兴的是，自1961年纳德勒博士作出那番一针见血的评论以来，这一方面的情况已经有了很大的改善。如今，史密斯·巴尼已经被花旗收购了，而后者的联合CEO是桑迪·威尔，一个犹太人。此外，华尔街上阻碍人们发展的宗教壁垒也几乎消失了。美林公司把一位犹太人选为CEO，还有一名非裔美国人出任高级经理。摩根·斯坦利——不过几十年前还是一家由白鞋银行家和常春藤毕业生把持的金融机构——也作出了变革。同理，许多从名称上看一向是以犹太人为主的证券公司也已经名不副实了：莱曼、高盛和所罗门在创立的时候都是犹太人公司，如今在它们的高级管理层里也出现了非犹太人的经理。

尽管如此，在一些领导性的金融机构里，少数民族仍然被拒之门外。但是，情况已经有了改善，特别是在第二次世界大战以后。妇女们的就业状况也得到了改善，尽管也还不尽人意。这倒不光是华尔街的问题，在绝大多数非金融企业的最高管理层中同样几乎见不到妇女的影子。有些妇女不喜欢证券交易室里的气氛——高度紧张、激烈的对抗和不堪入耳的污言秽语——许多妇女投身于研究工作并且成就斐然。我毫不怀疑，用不了10年，越来越多的妇女将会出现在金融机构的最高管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理层里面。

考虑到马尔库斯·纳德勒为我所做的一切——以身作则的教师、导师，鼓励者和朋友——他在我加入所罗门兄弟公司的过程中所发挥的作用并不令人感到吃惊，这是我一生中最为重要的选择之一。

引导我进入所罗门公司的契机是一次货币市场专家的聚餐，这是一个由清一色的马尔库斯·纳德勒从前的学生所创立和组织的联谊会。成员从踌躇满志的新手到功成名就的高级经理不一而足。每年大概有那么3~4次，我们会举行一次晚餐会，由纳德勒就经济学或金融学方面的某个关键性问题发表谈话，通常他会把讨论置于历史的大背景之下。每年这种聚餐会上都会有滑稽幽默表演，有时连纳德勒博士本人也上场表演。这种聚会既是对纳德勒教授的尊崇，也是初出茅庐的新手同历练有成的前辈相互交流的机会。

1961年，我成为货币市场专家组织的秘书。在晚宴上，我同该组织的司库查尔斯·西蒙坐在一起。查理（大家都这么叫他）是所罗门兄弟和哈茨勒合伙公司的高级合伙人。他可以算是一个特立独行的怪人。高中毕业之后就进了所罗门公司，一开始是当办公室小弟。由于他聪明肯干，很快就被提升为销售人员。

查理体魄魁梧——粗壮，宽肩膀，大而圆的头，锐利的目光。他的体重升降不定，他在衣着上也表现出大幅度的变化，从最保守的式样到奇装异服，经常会看到他穿着双层大翻领的套装。查理不遗余力地汲取新的知识，以弥补自己未受过正规教育的缺憾。作为一线业务人员，他从不轻视学术，相反，他每年都要来到纳德勒先生的教室里，听取关于当前经济与金融问题的演讲。他的阅读兴趣极为广泛，从艺术、经济、金融、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

文学、美国历史，到心理学、人物传记和军事史。

加入所罗门公司之后，我经常会在夜里10点或11点，甚至更晚些时候，接到查理的电话。他总是急切地想告诉我刚刚看完了哪本书，有哪些最新的体会。第二天一早，他就会拿出几本昨天提到的令人激动的书，送给每个曾在电话里同他讨论过的人（我猜不少所罗门人会将自己的一部分研究成果归功于他）。他到处宣讲他新发现的知识，然后把它牢记在硕大的脑袋里，说不定什么时候他就会用上这些知识，也许是几天之后，也许是几年。

我跟查理刚认识的时候还只是纽约联储里一个不知名的经济学家，他那时已经是业内闻名的所罗门公司高级合伙人——不过，在货币市场专家的圈子，这样的组合是很常见的。晚会快要结束的时候，查理对我的背景差不多已经有了一个大致的了解，而我对所罗门公司仍然所知甚少。

当年的所罗门公司还没有发展成后来的那种巨无霸。我既不了解它的历史，也不知道它在华尔街的当前地位，只不过因为有幸在货币市场专家的聚会上同这位著名的而又风趣的人士一起交谈而感到高兴。

第二天，查理打电话给我，约我下个星期共进午餐。我问他什么时候，他的答复具有典型的查理风格，“我随时候教，看你的方便好了。”当我抵达华尔街60号所罗门的公司总部的时候，查理再次表现出他的殷勤风度。他没有带我到来客餐厅用餐，而是把我请到了合伙人餐厅，一间私密的颇具传奇色彩的小厅，里面有一个长方形的大桌子，可以坐12人。查理让我坐在桌子的首席，我后来知道这通常是本·列维（一位高级合伙人）的座位。在接下来的一个小时里，查理滔滔不绝地讲起了公司的历史。我坐在那里，神情颇为尴尬，不知道这顿午

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

饭的目的何在，也不明白查尔斯·西蒙为何肯如此眷顾于我。

午饭快结束的时候，查理才向我解释。一年前，所罗门公司从斯库得－斯蒂芬和克拉克公司挖来了西德尼·霍默，他在那里开发出了一系列评估债券价值的分析技术并且担任证券组合经理。查理设法让西德尼改换门庭，为所罗门公司效力。他希望我同意与西德尼·霍默见面，考虑由我出任后者的助理，在所罗门公司里设立一个固定收益证券研究机构。

在那个时代里，华尔街上还没有一家这种类型的研究机构，至少没有一家值得称道的。不过，自 50 年代以来，研究的重要性越来越引起人们的注意。比尔·所罗门——公司的执行经理合伙人，也是创始人之一的儿子——还有查尔斯·西蒙和西德尼·霍默预言（后来的发展证实了他们的远见）研究将成为公司的一项关键性职能。刚开始的时候，所罗门公司的客户并不看重这一职能，随着时间的推移，他们越来越倚赖于公司的研究报告了。

公司放手让西德尼自主决定该如何创办一家证券市场研究机构。多年之后，他曾写过一份简短的内部传阅的回忆录，冠以醒目的标题“迷恋债券。”他回顾了公司历史上的这一转折点：

> 我一下子就明白了他（比尔·所罗门）真正想要的是什么，如果将他们无与伦比的债券交易和承销技巧同我的高水平的研究结合起来……公司支持我，毫不吝惜金钱。我在公司里干了那么多年，从来没有人对耗资可观的研究项目和出版物采取过任何限制措施。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西德尼来到所罗门公司的时候已年近60，他是以普通合伙人的身份加入的，这在今天几乎是不可想像的。当年的情况和如今大不相同，现在在华尔街上已经很难看到合伙制公司，绝大多数的高层经理早在60岁之前要么就退休，要么就离开债券市场了。

我同意在下个星期同西德尼·霍默见个面。很快我就发现，西德尼同别的合伙人完全不同。他毕业于哈佛大学，家世背景颇有意思。他的母亲，路易丝·霍默，曾与恩里柯·卡鲁索（Enrico Caruso，1873～1921，20世纪初最受爱戴的意大利歌剧男高音歌唱家——译注）在大都会歌剧院同台演出。他的父亲，也叫西德尼，是一位作曲家兼指挥家。他还是作曲家赛缪尔·巴伯和画家温斯洛·霍默的亲戚。他很喜欢提起他母亲听说自己的儿子打算当一个“债券玩家”时的反应。“我们有什么对不起你的地方吗？”她悲叹道。

西德尼拥有远大的历史眼光，这不仅表现在金融事务中，也表现在社会和政治题材方面，与此相反，他的合伙人都是一群目光短浅之辈。在那个时候，典型的华尔街人士的作派是把晚上的时间花在客户身上，暴饮暴食。而西德尼却做到了独善其身，过着一种有规律、有节制的生活。他从早上大约8:30开始工作，下午5:15下班，晚上喝一杯太太调制的鸡尾酒，弹一会儿钢琴，或者来盘象棋，然后就上床睡觉。

西德尼的文章思路极其清晰。他把自己关在办公室里面，过几个小时之后才露面，手里拿着呈给证券组合经理的10页纸备忘录，几乎用不着任何加工。我是在后来才学会欣赏他的卓越的历史感的，他让我帮他评论和编辑一部他刚刚完成的书稿——《利率的历史》。他告诉我，该书涉及40个世纪50个国家的历史资料。按照他的指示，我把手稿大声地念了一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遍——总共594页，包括73张统计表。像许多优秀的作家一样，西德尼知道，大声地念诵有助于发现书中语法和其他一些问题。

在我和西德尼见面之后，他向我解释说自己正在物色一名助手帮助他组建专门为货币和债券市场服务的研究部。在最初阶段，助理（手下包括一名分析师，一名研究助理和一个秘书）的工作应该是仔细地分析联储的政策和美国财政部的举债业务，协助西德尼完成有关信贷供求和利率的研究工作。这些将为公司的债券市场研究打下基础。在当时，几乎还没有人投身于这一领域，更遑论业绩出众了。

在接下来的会面中，西德尼明确指出，他不要我以他的名义撰写备忘录或演讲辞，我应该用自己的名义做这些事。几天之后，他给我打来电话邀请我去他那里工作，并要我找比尔·所罗门谈报酬问题。

我应该接受吗？同莱曼兄弟、高盛、摩根·斯坦利相比，所罗门的名望和地位都比较逊色，它甚至不如史密斯·巴尼公司，而我曾拒绝后者提供的工作。不过，在高质量证券业务中，所罗门公司表现出极高的交易水平。不仅如此，我已经可以看得很清楚，西德尼·霍默走在了所有人的前头，他所描述的那种研究至今还没有任何专业人士去做。

当然，我还要先咨询纳德勒博士。我刚走进他的办公室，他迎面就对我讲，“我已经知道你的来意了，所罗门公司给了你一份工作邀请。”“你怎么看？”我问道。“现在，你面临着一个至关重要的选择，”他说。然后，他讲出了自己的观点。“留在联储，你的职业前景可能相当不错。这没有什么不对。不过，也不妨考虑转入投资银行业寻求新的发展。”“可是，为什么要选择所罗门兄弟公司呢？”我打断他的话。他告诉我，“在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所罗门公司，你很快就可以知道自己是不是那块料子。此外，在所罗门公司，你每时每刻都会听到点钞机的声音。”这是纳德勒最精彩的一句话。

几天之后，我同比尔·所罗门见了面。他开给我的起薪是13000美元，比史密斯·巴尼当初的开价低得多。我告诉他我认为自己的工资应该再加1000美元。他的答复倒是爽快，“13000，干就干，不干就拉倒。”我接受了。1000美元在当年的我的眼里是一笔大数目，今天看起来几乎不值一提。

重要的是这份工作的性质，我成了一位合伙人的助手，这是一位不仅在所罗门公司内部，而且在整个华尔街也拥有举足轻重地位的人物。在那个时候，评价合伙人的标准是看他做成了多少业务。可是，西德尼不能为公司直接带来顾客和客户，他的工作是提供与业务有关的信息。公司的销售人员利用这些信息去培训客户，反过来鼓励他们同所罗门公司做交易。也就是说，西德尼所从事的是一项对公司来说至关重要的工作，而我将出任他的助手。

即使是非研究的合伙人在所罗门的薪酬体制中也未必能有暴富的机会。1958年，由比尔·所罗门出掌的管理委员会制定了新的薪酬规则，规定合伙人的工资由该委员会决定。正如某位合伙人所做的概括，“就算你干得再好，最多也就是10万美元上下而已，”他还准确地总结道，“也就是那个年代的中等收入水平。”落到我口袋里的更是只有这个数字的几分之一。前面的路——以我当时的年龄和地位而言，路还长着呢——也许是有一天爬上合伙人的位子。不过，好歹总算还有个奔头。不管怎么说，西德尼·霍默到底把这个前途不可限量的部门建立起来了。他的远见卓识给我留下了极深的印象。而所罗门公司开放的工作环境也同联储官僚主义式的机构设置形成鲜明的对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

照。

我接受了这份工作。从温宁到华尔街，中间经过了多少曲折。小时候，在温宁的那些年月里，我做梦也想不到会有今天。甚至在上大学的时候我也没有料想到成为华尔街的一员。

1962 年 1 月 13 日，我来到所罗门兄弟和哈茨勒公司，内心充满期望，不知道等待自己的将会是什么。应该说，关于我的工作，西德尼·霍默和查理·西蒙都已经说得很清楚了。我也不是新手，货币市场和证券市场，联储政策对所罗门这样的公司的影响，还有流向货币市场公司的信息的重要性等，我都不陌生。我同时也了解与证券公司业务有关的各种金融市场参与者：银行、储蓄机构、保险公司、养老基金、共同基金、外国政府和机构。联储的工作则没有这么复杂。纽约联邦储备银行代表联储执行公开市场操作，他们的主要工具是美国政府债券，并且只在两种情况下入市操作：联储不得不抵消影响银行储备的季节性因素或者当它打算改变自己的信贷形势的时候。在此之间，联储的业务则相对沉寂。

投资银行业可不是这个样子。令我印象最深刻的是所罗门公司 3 楼的交易厅。这里是公司的中心，各种各样的证券在这里易主，从短期到长期的收益证券，从铁路债券到政府债券，从国库券到银行承兑票据和商业票据。最近几年又加上了抵押证券、垃圾债券、外国债券、股票和金融衍生品。交易厅里边挤满了人——交易师、推销员和后台人员。人数最多的要数美国政府债券和货币市场交易台，然后是公司债券和市政债券、铁路债券的交易台，最后是优先股。（我刚到这家公司的时候，股权部的交易师和推销员人数很少。）他们人挨人挤坐在一起，大多戴着袖套，相互之间直呼其名。只有一个人例外，本·列维先生，他总是穿着一身黑色套装，别人都称呼他“列维先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生”或“B.L.”。

公司内部等级一目了然。绝大多数合伙人在交易厅里办公，包括总裁比尔·所罗门本人。（比尔在后面有一间小办公室，但他很少用。）每个人的行为都要受别人的监督。所罗门的交易场所——先是在华尔街60号，后来迁入大得多的纽约一号广场办公室——在多年里一直是独一无二的，后来成了别的公司的仿效对象。这种开放性是值得称道的。从里面的嘈杂程度就可以知道市场处于活跃还是淡静状态。由于不存在物理上的障碍，市场信息可以快速地从一个交易台传向另一个交易台，同样，商业决策的传递也是如此。

这种气氛还有利于人才冒尖。在叫价的喧嚷和电话的刺耳铃声之间，一种不拘一格的感觉浮现出来，渗入到合伙人与普通雇员的关系中间。你随时可以从交易师的身后看到他的交易头寸，同样也可以捕捉面部表情和语音声调的变化。你的成就被默默地记取，一如你的败绩。竞争受到鼓励，与此同时，合作也是必不可少的，否则公司难以生存。马尔库斯·纳德勒是对的，“在所罗门公司，你很快就能知道自己有几斤几两。”

西德尼·霍默的办公室——公司里最好的一间——与交易厅形成了强烈的反差，装饰着两扇俯瞰华尔街的大窗户。不过，去往西德尼的办公室要路经交易厅和男用盥洗室。我自己的办公室——在这个词最宽泛的意义上讲——是半隔断的，最多不超过7×8英尺大。后面立着一个散热器，不时发出古怪的嗒啦声，还有一扇窗户通向大厦昏暗的天井。我们的秘书，以及两名研究助理坐在旁边的大开间里。几年之后，当我晋升为合伙人的时候，西德尼慷慨地提出和我合用他的办公室，我谢绝了他的好意。现代化的办公条件是后来的事，那时公司已经迁入了纽约一号广场的新大厦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很快——不过两个星期——我就领教了所罗门的不拘小节和一竿子插到底的做派，提醒我这不是在联储。有一天，我正在盥洗室里，比尔·所罗门冲进来找我。“亨利，有一大宗国债替续发行马上就要结束了，你觉得我们应该怎么办?”这番提问让我一度极不习惯。在联储，总裁绝不会直接把我拎出来这样问话，他应当先打电话给研究部主任罗伯特·鲁萨，后者再给我打电话，然后我才动手写备忘录。而在这里，沟通方式直截了当，而对信息的时限要求则是——不论怎样粗糙——立刻。

我加入所罗门的时机再恰当不过了。所罗门那时还不是华尔街上最大的或最有影响的投资银行。它还差得远。但是公司的潜力却是巨大的，因为所罗门掌握着最关键的本钱：交易特长、冒险的意愿、大量的证券储备——在即将揭开的美国金融史上最富于戏剧性的一幕里发达起来的本钱。

所罗门兄弟公司是在战后华尔街最伟大的金融扩张活动中跃升为行业领袖圈中的一员的——这个圈子包括美林公司、摩根·斯坦利、高盛公司等巨子。所罗门的成就源于剧烈地扩张投资银行业和专注于机构性交易的策略，特别是大胆投身于债券、抵押担保债券和金融衍生品业务。依靠其既有的力量和业务专注领域中的关系——特别是第一流的客户名单——所罗门聪明地利用了即将成为战后金融标志的储蓄机构化的趋势。凭借着老练的合伙人、交易师和推销员们同市场的密切关系，所罗门公司后来居上，它大胆引入新的金融工具，多年来一直主导着金融衍生品市场，积极开展证券承销业务。

在一代人的时间里，所罗门公司的增长速度令最乐观的合伙人瞠目结舌。60年代初的时候，公司净资产不过1000万美元，到了70年代末，已经膨胀到2.3亿美元，到80年代中期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又增加了一位数。到了那个时候，所罗门——拥有的免税债券品种、公司债券和欧洲债券分别在350亿美元至450亿美元左右——已经成了华尔街上最大的投资银行。

事实上，正如我们将会看到的那样，所罗门公司的崛起反映了整个金融市场里更为广阔和同样富于戏剧性的变化——诸如信贷膨胀，偶尔袭击市场的金融危机，机构承销业务的巨大转变，以及在持续的经济增长中具有举足轻重影响的货币政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　市场的成长与转变

今天，金融市场已经成为资本主义繁荣、技术进步、经济民主战胜政治控制的推动力量。

1962 年，我刚刚进入公司不久，在西德尼·霍默的建议下埋头于资金流量的分析。就是从这个时候开始，我逐渐意识到所罗门公司未来惊人的前景。我反复检查着手中的数据，越来越被数据所揭示的未来市场的潜力所震惊。

1965 年，我获得一次机会，向所罗门公司的合伙人和高级经理们报告我的金融市场迅速膨胀的发现。那次演讲的题目是，“10 年之后市场将变成什么样子”。我的基本方法是预计未来 10 年间名义 GNP 的变化，由此估计 1975 年信贷市场的规模，假设两者保持共同增长的历史模式。尽管我在计算中采纳了极为保守的估计，我的推测结果还是表明，未来 10 年间信贷市场的增长将超出一倍。

这个结论震动了绝大多数听众。许多人开始提问它对各自专业领域的影响。另一些人想了解 10 年后制度性结构的可能变化。还有一些人则质疑道，如果信贷需求真的像我讲的那样膨胀，融资的资金将从哪里来？

富有讽刺意味的是，10 年后的发展证明，我在 1965 年的预计原来是太保守了。如果当年他们再要我预测世纪末的信贷市场的规模和性质，数字上的差距还会更加悬殊。在当年，恐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怕没有哪个专家能预见到，50年代和60年代中激动人心的增长同20世纪最后30年相比简直是小巫见大巫。

战后金融市场的戏剧性增长

对于本书将要论及的国内国际金融市场上的种种变化而言，戏剧性的增长将是理解上的一个起点。战后美国金融市场几何级数式的增长，既是更大范围内经济扩张的原因，也是它的结果。这一轮繁荣从规模、范围和持续期间来看均创下了历史记录。简单地讲，战后的一代美国人目睹了世界历史上最伟大的经济增长。在此之前，从来没有如此之多的人口享有物质上的富裕。

美国在战争中崛起，成为经济大国，人口仅占当年世界总人口的6%，而产值却达到全世界总产值的一半。远离战场还只是这一成就的部分原因。早在参战之前，美国在绝大多数行业中已经位居前列——钢铁，汽车，农业，银行业和金融，以及其他等等——而在战后它仍然保持了霸主的地位。

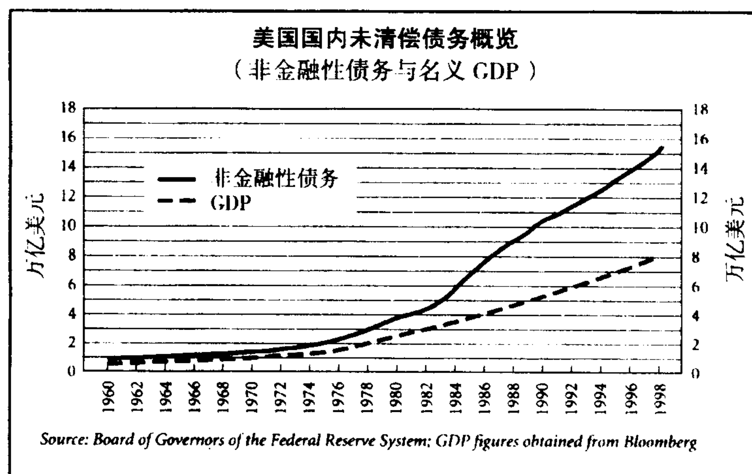
从1948年到1973年，美国经济年平均增长率为3.7%，而在此期间的真实周薪增长率——经济健康的关键指标——年平均值为2.9%。失业率在3%～6%之间波动（几年后即升至7%）。而通货膨胀率直至60年代末还保持在3%以下（中间曾有几次短暂的突破）。许多人毫不怀疑美国有望很快消灭贫困。

战后美国的经济强势源自一连串因素的有力结合。政府开支急剧扩大：为整整一代老兵提供住房和教育；建造州际公路；为数百万美国人提供社会保障。在此期间，联邦政府很少修改税法、施加管制或发动反托拉斯诉讼。大企业坐享丰厚的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

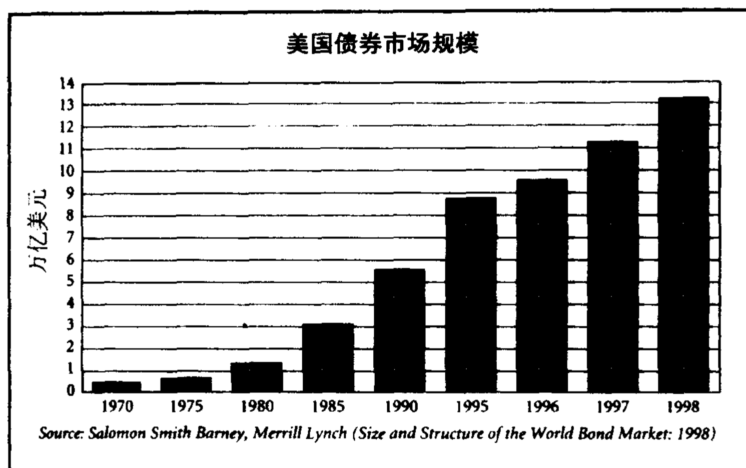
利润，职员待遇优渥，它们为世界上人数最多的一群中产阶级生产商品与服务。而另一方面，美国的消费者也愿意为此而付钱。在长达16年的萧条和战争（1930～1945）期间，他们一直不能无拘无束地消费商品和服务，特别是那些贵重耐用的消费品：住房，汽车，收音机和洗衣机。战争导致了充分就业，妇女们涌入工厂同未应征前往海外的男性一起工作。美国家庭因双收入和加班而增加的收入迟迟没有消费的机会，积下了数额可观的金钱。1945年，他们手上的政府债券和银行存款总值竟高达1400亿美元。他们渴望购买住房、小轿车、家电以及诸如此类在因萧条和战争所带来的艰难日子中未能享用的东西。

战后，曾有一段时间，几百万人都在担心经济困窘局面卷土重来（不管怎么说，毕竟是战争，而不是罗斯福的新政，结



（图3－1）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



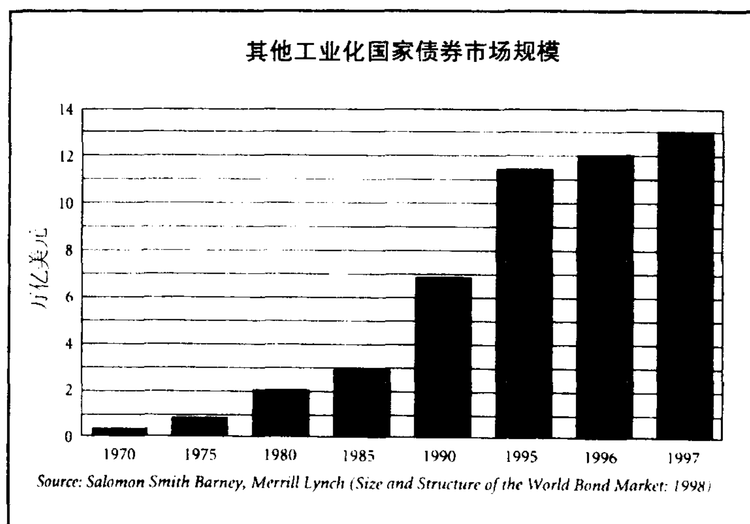
（图 3－2）

束了大萧条。而如今战争已成为过去。）但是，他们的担心没有变成现实。相反，企业不断追加投资、扩大业务，而消费者也照买不误。繁荣一路凯歌。

这就是 1962 年我开始在所罗门兄弟公司工作时的经济现状。战后的繁荣仍在健康发展。可是，在华尔街上几乎没有人意识到金融市场将会出现几何级数的增长，更谈不到用系统性的方法来分析金融市场上的主要变化。在西德尼·霍默的指导下，我开展了资金流动分析。很快，金融市场扩张的方向，驱动这种扩张的内在动力等等逐一清楚地显现了出来。

战后金融最显著的转变是国内非金融性债务的爆炸性增长。其数值——企业、购房以及联邦、州和地方政府的债务加在一起——从 1960 年的 7240 亿膨胀到 1998 年的 16.1 万亿，增幅高达 22 倍。与此相比，名义 GDP 在此期间增长了 16.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（图 3－3）

倍，从 5270 亿增加到 8.7 万亿（见图 3－1）。

美国债券市场未清偿债券总额从 1970 年的 4850 亿美元一路上升到 1998 年底的 12 万亿美元（见图 3－2）。平均增长高达 19.5%，大大超出 GDP 同期增长速度。美国债券市场向来位居全球第一，其份额占到 43%（在 70 年代时曾达到 62% 的水平，自那以后其他地区也开始加速增长）。毫无疑问，未清偿债券总额的增长带来了债券交易数量的显著增加。例如，1998 年美国国债的日平均交易量为 1890 亿美元，而 5 年前和 10 年前的数字分别为 1290 亿美元和 720 亿美元。

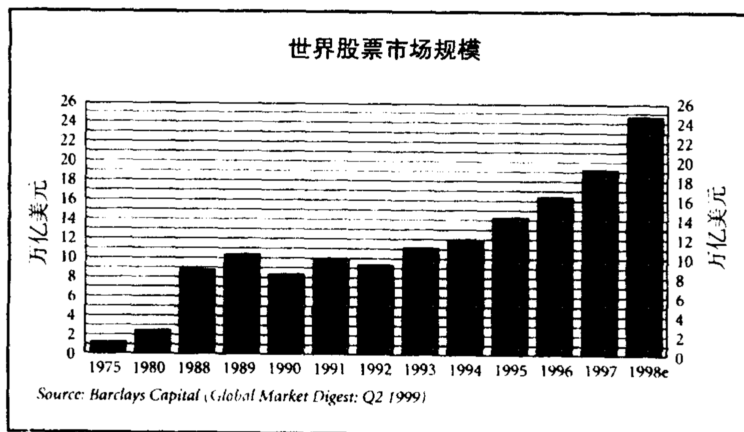
以国外而论，工业化国家固定收入证券市场加总起来的规模从 1970 年的 2910 亿美元上升到 13 万亿美元，年平均增长率为 13%（见图 3－3）。同样，债务的增长比 GDP 快得多。应当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指出的是，这是发达国家所特有的一种模式。尽管新兴经济国家固定收益证券的市场在多年间出现了跳跃性的巨大增长，但相比于工业化国家，他们的规模还是很小。

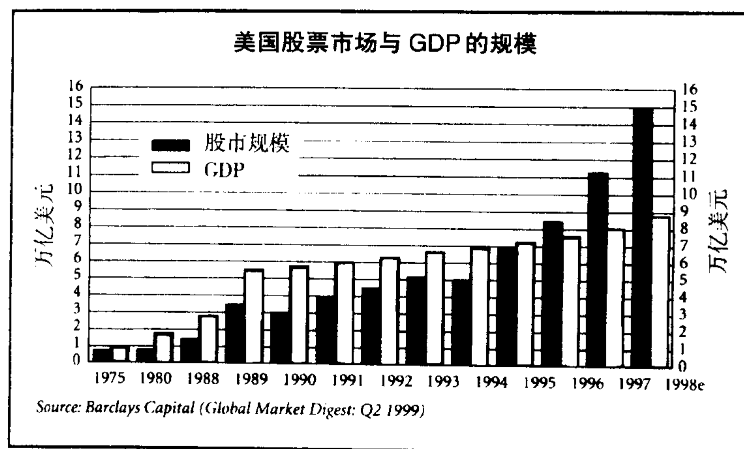
股票市场也出现了繁荣景象。在 10 个主要的工业化国家里，股票市场总市值在 1998 年摸高约 25 万亿美元，比 5 年前即已增加 121%，比 10 年前增加 184%。如果以 1980 年为基数，增幅更高达令人难以置信的 1004%（见图 3－4）。在 90 年代初期，美国的国内总产值还高出股票总市值 55%，但到了 1998 年年末，股票市值反超出国内生产总值近 71.6%（见图 3－5）。

更令人吃惊的是股票交易的疯狂和热络（见图 3－6）。1967 年，在纽约股票交易所（NYSE）里全年交易股票总量只有 7.76 亿股。今天，这个数字只抵得上 NYSE 一天的交易量。现在的换手率（交易所里换手的股票量除以股票总量）为



（图 3－4）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（图3－5）

76%，80年代为51%，70年代为22%，60年代则是17%。

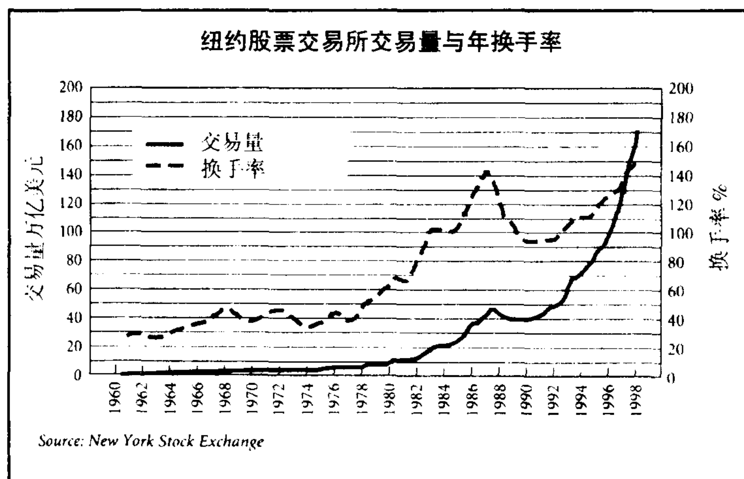
几十年来，金融衍生品（第四章将专门讨论）在金融市场上只是一种不起眼的交易，但到了80年代却开始崛起。一项关键的指标——未平仓利率互换合约名义价值——在1987年还只有6830亿美元，到1990年即已上升为2.3万亿美元，而1998年末更高达36.3万亿美元（见图3－7）。

外汇交易是另一项在战后岁月里迅速膨胀起来的业务。起初它只是一小批专家的领地，后来则不断地开疆拓土。据国际清算银行的估计，1986年3月的日全球外汇交易量总额为2060亿美元，1992年4月为1万亿美元，1998年4月则达到2万亿美元。

究竟是哪些因素在背后导演了金融市场上这些不寻常的发展呢？

以债券大爆炸为例，60年代中期出现的创历史记录的高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



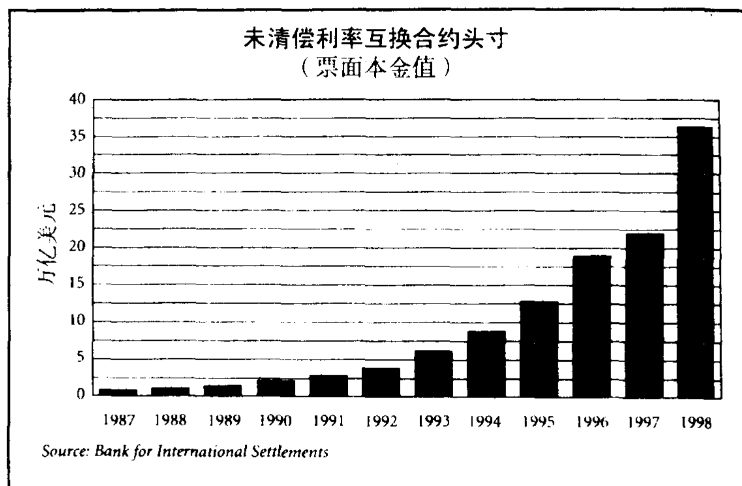
（图 3－6）

通货膨胀（再加上越南战争期间不负责任的开销）到 70 年代已经爆发为两位数的通货膨胀，这当然是一个因素——但却不是惟一的一个因素。事实上，通货膨胀率和债务增长之间的背离反而成了我们时代的一个显著的特征，这同联邦政府的借贷活动关系极大。

我们已经知道，在二战刚刚结束的那段日子里，国内非金融性债务的增长相对平缓，大致上同名义 GDP 的增加保持线性比例。即使是在 60 年代中期"通货大膨胀"的开始阶段，这两个指数（债务和 GDP 增长率）也还并肩而行，在 60 年代为 7%，而在 70 年代则是 11%。但是，到了 80 年代，债务发生了爆发性的增长，而名义 GDP 则渐渐落伍，通货膨胀率也是如此。尽管其变化毫无规律，但大的趋势则从未改变。

从表面上看，两项指数的背离似乎令人费解。不论如何，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（图 3－7）

从历史上看，通货膨胀一向就是驱动债务额上升的关键动力。但是，仔细研究 80 年代的经济就可以发现，80 年代债务水平上升的始作俑者乃是美国政府，后者因实行减税、增加国防和主要的人权项目的开支政策导致巨额财政赤字。在 80 年代的 10 年里，联邦债务一路增长了 206%，60 年代这个数字为 22%，而在 70 年代则为 120%。当然，住房贷款和公司负债也没有原地踏步，两者也在 80 年代中大举扩张。

80 年代美国政府大肆举债导致了沉重的债务负担，对于此后严重的商业衰退和金融危机，这一策略难辞其疚。（我将在第 14 章里详细讨论。）而在 90 年代来之不易的金融恢复期里，债务规模的增长再次同 GDP 的增长率靠近。到了这个时候，我们已经可以清楚地看出几种歧异的增长模式。在 90 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代早期，联邦政府负债规模仍然十分庞大，而私人部门的债务则剧烈下降。到90年代中期，美国政府的债务增幅开始收窄。最终连债务总额也开始减少，因为它终于有了预算盈余，而与此同时，私人部门的债务又开始加速增长。

公共债务和私人债务的巨额增长反映了战后时代中人们负债态度的一种深刻而广泛的变化。从40年代后期到50年代，人们普遍不愿借贷——大萧条时代艰苦生活的影响——已经被一种更积极的借贷态度所取代。此后，70年代和80年代的解除管制的运动又强化了这一趋势。在竞争的压力之下，公司愈来愈陷入沉重的债务之中。在早期的时候，市场分割相对独立性较强，企业的业务也局限于自己原有的范围，通过杠杆经营等手段加强竞争力的要求还没有像现在这样迫切。当然，从经济和金融的角度看，其效率也大有提高的余地。

信贷的证券化

推动战后时代金融市场转变的另一股强有力的动力来自证券化（也即是说，将非市场化的资产转化为市场化的资产）。证券化很可能是现代金融中影响最为深远的发展，它改变了金融市场的性质以及市场行为的特点。广泛证券化的一个主要的结果即是创造出了为数巨大的有时甚至失控的证券资产门类。证券化为那些为数巨大的一度沉积于原始债权人和投资者手中的资产组合找到了再包装、再发售和上市交易的出路。现在，原则上讲每一种主要的金融资产都经过了再包装，具备了出售和再出售的条件，而华尔街上有许多公司对它的意义理解得不够充分。

证券化最初并不是一帆风顺的，它的第一次繁荣期是在五

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

六十年代商业票据市场兴起期间，直到70年代后期才又迎来了一次新的高峰：住房抵押贷款证券化取得成功，继之以附属抵押债券（CMOs）的发明，还有不动产抵押投资券（REMICs）也上场交易。将欠发达国家的未清偿银行贷款重组为布莱迪债券（以美国财政部长布莱迪命名——编注）等形式标志着证券化又迈出了一大步。如今我们拥有了数目巨大的证券化品种：信用卡应收帐款、汽车贷款、商业抵押贷款、住房抵押贷款，甚至连一些商业和工业贷款也走上证券化的道路。

随着这些新的、市场化的工具数目激增，再加上早已存在的许多其他种类的债券，它们开始取代一度沉积在传统金融机构资产负债表上的资产项目，后者根本就不存在一个市场交易价格。拜证券化之所赐，这些资产如今成了可交易资产，有了它们自己的供求价格，甚至发展出逐日交易的市场——如欧洲美元债券、利率和外汇互换、垃圾债券、零息债券、股票衍生品、欧洲美元期权和美国国库券期货，以及其他许多产品。

对许多美国人来说，最形象的证券化莫过于这些年来住房抵押贷款担保方式的变革。在60年代早期，住房抵押贷款还只是一项地方性业务。寻找贷款的购房者通常会造访当地的储蓄和贷款银行，在那里会有一名贷款官员负责为他们准备一份关于该户人家财务状况的文件。然后他会将贷款申请提交一个委员会供其审核，大约几周之后，申请者就会获得一个回复。如果银行批准了这笔贷款，其款项则出自该社区居民的存款帐簿。由于联邦政府严格规定了储贷机构可以支付的利率水平，银行之间提供的贷款利率几乎没有差别，因此也就谈不到货比三家。简单地说，住房抵押市场是地方性的、个人的和可预测的市场。

今天，抵押贷款市场早已转变为全国性的和高度竞争的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场，其运作高度复杂。利率限制的时代一去不复返了，各个银行提供的条件也千差万别。更为引人注目的变化在于，游戏的玩家也变了。80 年代储贷行业出现全行业危机之后，地方性储贷机构的地位大大降低。一大批金融机构相继涉足抵押贷款业务，从商业银行到保险公司，还有专门的抵押经纪人。

追踪抵押贷款债务在发放之后的走向是饶有趣味的。它再也不像以前那样老老实实地待在原始的放款机构里，相反，它被转化为不同的债务包装（也即证券化），然后像债券和股票一样出售和再出售。抵押贷款申请人当然可以拜访当地的银行家，但更有可能的是他会从各种商业广告函、杂志或网站上去寻找有关利率或其他条件的最新资料。越来越多的机构开始仅仅根据申请者的统计特征来决定是否发放贷款，他们干脆放弃了繁琐的文件审读程序。消费者的选择面大为开阔，新的抵押贷款品种琳琅满目，传统的 30 年期固定利率贷款如今看来不仅笨拙不堪，而且几乎是头脑简单的产品。其结果就是，抵押贷款消费者获得信息的速度和数量，金融产品的选择面，还有参与其中的金融机构的种类——自战后以来全都出现了成倍的增长。

除了抵押借款人，还有其他许多的贷款需求者——从前只有仰仗银行贷款——如今也获得了进入开放信贷市场的机会。有资格进入公开市场的早已不仅限于公司了，它们中间还包含了主权国家。不仅有投资级别的贷款者，还包括了低于投资级别的贷款者。质量低劣的债券同样是日益壮大的资产证券化浪潮里的一个部分，它们可以进行不间断的交易和定价。而在从前，这类债券只能趴在商业银行或其他传统机构的资产负债表里无所作为。

资产证券化带来了哪些主要的成果？首先，金融活动从市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场化产品向非市场化产品的大规模转移打破了非市场化资产具有内在稳定价格的幻觉。当然，在此过程中，一些新发明的证券化工具也放大了金融资产价格的波动。其次，证券化为价值上万亿美元的金融资产打开了通向前途难测的市场的大门。长期以来，传统的金融机构，如银行和保险公司，总是按原始的价值对非市场化的金融资产（如贷款和抵押品）计值，丝毫不考虑利率变动的影响。但是，许多这类资产如今已经具备了市场化的形态。相应地，它们的价值也是由市场所决定的。第三，证券化为从前单纯依赖银行贷款的借款人提供了进入市场的机会。这些新近加入公开市场的参与者从普通的购房者、商业企业直至无权国家等等可谓五花八门。

第四，由于资产市场化，证券定价的准确性成了至关重要的因素，关系到风险的度量和控制，利润和亏损的计量，经营业绩的评估。但即使是在正常的情况下，这些也都不是容易的事。只有个别流动性高的资产是例外，如美国政府债券。而对于大多数的公司债务、几乎所有在新兴市场发行债券的借款人以及许多抵押证券市场上的品种来说，有效价格的确定还是一门不成熟的科学。以金融衍生品而论，其中柜台交易的期权定价和证券化衍生品就是最明显的例子，结构化票据尤其如此。

从整体上讲，高度证券化的市场的价格波动比之证券化不足的市场要大得多，这是一个重要的差别。在起伏不定的市场中——正如最近的市场表现，将来我们还会更加熟悉这种环境——流动性可能会突然消失，准确的定价成了可望而不可求的奢望，追踪市场价格更是天方夜谭。

为什么会这样？它的后果会是什么？首先要指出的是，在一个快速变动的市场上，最后一次交易的价格根本不具备指导作用，非流动性的证券尤为如此，而对绝大多数期权而言则无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一例外。不仅如此，交易商报出的价格不过是证券价值的一个指标而已，这并不意味着他真的愿意按这个价格成交。另一位交易商的——同样的仅仅作为“指标”的——报价可能会迥然不同。对于试图标定市场价格的机构而言，根本就不存在“真正”价格的可靠仲裁者。

另一种麻烦是，报出的价格可能只是一小部分交易的有效价格，不能推广到投资者所持有的全部数额上。以既存的期权而论，交易商定价的基础很可能就是大有疑问的。毫不奇怪，这样定出来的市场价格极不可靠，因为别的交易商在定价时依据的也许是截然不同的假设，这都是不可能在事先确定的。

当然，这些困难并不是一夜之间冒出来的。但是近年来，随着许多资产价格的加剧动荡，这种情况无疑呈现出愈演愈烈的趋势。市场化的债务越来越多，金融机构不得不随时调整这些资产的价格。与此同时，债务证券本身也变得日益复杂起来，当然也就越来越难以定价。从技术角度描述这一现象。有一个词叫做“选择性”（Optionality），“选择性”越高，该金融工具的定价也越难。无法准确定价，这可不是一件小事。轻者，当客户发现某证券回报估计错误时，交易师将陷入尴尬。重者，他们将面对巨额的亏损和资本缩水。

也许应当这样说，广泛证券化最重要的影响在于信贷程序的放松。信贷标准降低了，而信贷市场则大举扩张。考虑到投资银行家们在证券化过程中的角色，这一结果可谓顺理成章。投资银行家的工作就是促成证券化——不管怎么说，他的收入依赖于成功的发行——他所注重的也局限于对借款人当前财务状况的分析。而对投资价值的判断则在很大程度上成了投资者的事情。此外，投资的证券化也鼓励投资者相信，一旦出现了信贷问题，他可以快速地卖出这笔投资，把问题转嫁给下一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家。在这里，我们再一次看到——这回出现在投资的决策阶段——流动性幻觉是怎样形成的。

通过改造交易模式、促成一大批令人眼花缭乱的新金融工具的创造，通过推动现代金融市场的爆炸性增长，证券化堪称造就了当代金融史上最有影响和最有前途的变革。

金融市场的全球化

今天，在金融专家们之间已经达成了这样的共识：我们的经济环境比历史上任何时候都更为“全球化”。不过，如果没有金融资产证券化的快速发展和技术水平的大幅度提高，市场的全球化也不可能出现，至少不会像近几十年这样取得长足的进步。

应该明确的是，国际借贷与投资绝非始自战后年代。它们诞生于资本主义城邦崛起的年代（最著名的是 14 世纪的威尼斯），当年的巨商已经开始了跨越国界和洲界的投资，只不过在规模上和今天不可同日而语。19 世纪，来自英国的债券投资者为美国不断延伸的铁路网提供了所需的资本。而到了 20 世纪初，几家美国制造业巨头也都是货真价实的“跨国企业”。

与此同时，主权国家间的国际金融活动为战争机器提供了润滑剂。在美国独立战争期间，殖民地的革命者从法国、西班牙和荷兰人那里募得大部分军费。在第一次世界大战中，美国从负债 37 亿美元的债务国变成了放贷 126 亿美元的债权国。在第二次世界大战期间及之后的岁月里，美国在国际金融事务中的地位获得了极大的提高。这一点可以从下述事实中得到印证：美国的跨国公司进入了飞速发展的阶段；从 1948 年到 1951 年，联邦政府通过马歇尔计划向西欧投资了 130 亿美元；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在战后阶段，美国一直是以布雷顿森林体系/国际货币基金组织为代表的国际货币秩序的监督人。

应当承认，近几十年来，国际金融发生了一个重要的转变——这是自由市场资本主义席卷全球的新浪潮的一部分。从分隔的、由中央政府严格控制的和经常是低效率的资本市场转变为高度开放、内部紧密联系和富于创新性的市场。在外汇市场方面，严格管制的利率和固定汇率都已经放开，汇率和利率都由市场决定，表现出自由资本市场特有的高度波动性——有时会强烈到令人咋舌的程度。

应当着重指出的是，这种转变不是事先安排好的。也就是说，它不是政府官员、学术界甚至参与者本人精心计划、培植的产物。相反，它的成长之路充满坎坷。它是在金融机会主义的不断爆发过程中形成的，贷款人、借款人或中间商想尽办法逃避管制、税收；争取获得廉价的资金来源；取消繁苛的限制，降低外汇及证券交易的成本；或寻求新的投机机会。在此过程中，站在创新前列的机构赚了大笔的钱，而他们的成就反过来吸引了大批的模仿者，尽管不是人人都能取得成功。

主要工业化国家的金融当局表面上施行强力和有效的管制措施，但内心里对战后金融秩序的瓦解却怀着矛盾的心情。(有关金融监管的详细讨论见第十二章。)

人们往往忘记了，国际货币基金组织在其成立时的协定中特别提到允许对资本跨国流动进行管制。此外，IMF 的创始国也无意要求该组织谴责成员国对国内信用创造所施加的管制，这在当时是通行的惯例。经常项目交易的自由化被视为远比资本项目交易自由化重要得多。即使是在 60 年代末 70 年代初某些人已经开始认真思考国际资本流动和开放信贷市场的好处的时候，绝大多数主要工业国家还不愿意完全放弃外汇管制、资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本管制或其他那些能够直接对资本和信贷流动施行影响的政策工具。

但是，在另一方面，政府官员和政治家们同样也欣赏竞争市场的价值，从而在采取管制措施时犹豫不决，惟恐本国的银行机构在新的似乎有利可图的金融业务中落于人后。例如，他们绝不愿意自己的筹资公司被彻底关在廉价国外信贷资源的大门之外。因此，他们对阻碍国际资金流动的壁垒上被打开的诸多缺口采取了视而不见的态度，实际上还认可了作为打破国际资本流动障碍的最有效的工具的欧洲货币市场。

尽管金融资本流动在不少地方已经放开，好几个主要国家仍然偏爱直接干预资本市场的做法。直到最近，欧洲共同体内实行资本控制的国家（法国和意大利）才同意放弃该项政策，作为欧共体单一市场启动计划的一部分条件。

当今全球金融市场的结构中包括了许多大型的机构、繁多品类的交易工具，还有一个不间断传递信息的计算机网络。如今，面向全球发行股票和债券已是寻常业务。东西半球的市场在交易时间上的衔接创造了不间断的交易活动。事实上，交易师们经常在结束一天的交易时通过在不同时区的市场中进行操作来中和风险。在纽约市场关闭后，紧接着东京市场就会开市。交易时间越来越长，纽约股票交易所也加入了延长交易时间的行列。变化是惊人的。在60年代，当我每天早晨7:30来到所罗门兄弟公司的时候，交易厅里的位子大多空着。20年后，我还按从前的时间表来上班，交易厅里早已是热闹非常，来自正在交易的欧洲市场和已经闭市的亚洲市场的消息在大厅里传来传去。

我真正领略到信息流动的速度和市场反应的灵敏是在80年代早期参加一次英格兰银行的会议。那是一个星期五，美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

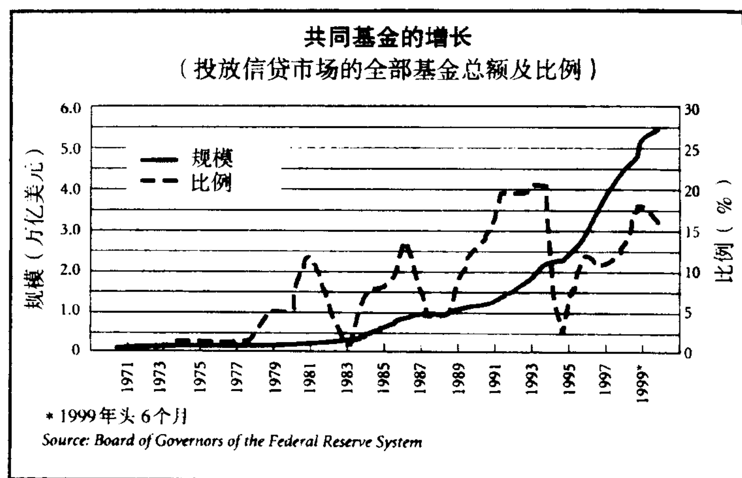
政府预定于当天公布失业率数据。伦敦时间下午 2:30（纽约时间早上 8:30），我曾短暂地离开会议室给我在纽约的办公室打电话。我在电话里同一个部下交换了三言两语之后即走回会议室。在走廊上我同英格兰银行的一位官员擦肩而过，他告诉我："亨利，你们的就业数据相当不错。美元在 Forex（外汇）市场上强劲反弹，欧洲债券跌得很厉害。"

机构和资产组合管理

随着新的全球化金融体系的出现，市场和资产都发生了戏剧性的变化，金融机构自身也经历了极大的变革。传统商业银行、储贷协会和保险公司的权力和影响已经衰退，一批新的金融机构走上前台。它们的标志是注重短期投资回报、高度杠杆化经营和不断进出市场——股票、债券、外汇和商品市场——追求回报的最大化。其中包括经常遭受围攻的对冲基金，尽管在市场上它们绝不是惟一的角色甚至也谈不上是领导性的竞争者。事实上，绝大多数著名的银行、证券公司，还有不少的保险公司也都设立了运用对冲基金的操作手法进行交易和投资的部门。就连许多非金融性企业的公司金融部门也加入了这种活动。对冲基金方法已经走出当初的神秘和奇特的阴影，成了一种主流的投资手段。

在这种连横合纵的格局中，共同基金走上了舞台的中央。在短短的几年间，他们跃升为一种支配性的市场力量。如图 3-8所示，70 年代时共同基金几乎不为人所注意，它们在信贷市场资金供给的份额中只占 1%。到了 1997、1998 和 1999 年的上半年，这个比例分别为 11.4%、17.9%、15.7%。在股票市场上，它们的地位尤为重要，威胁到从前的私人和公共养

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

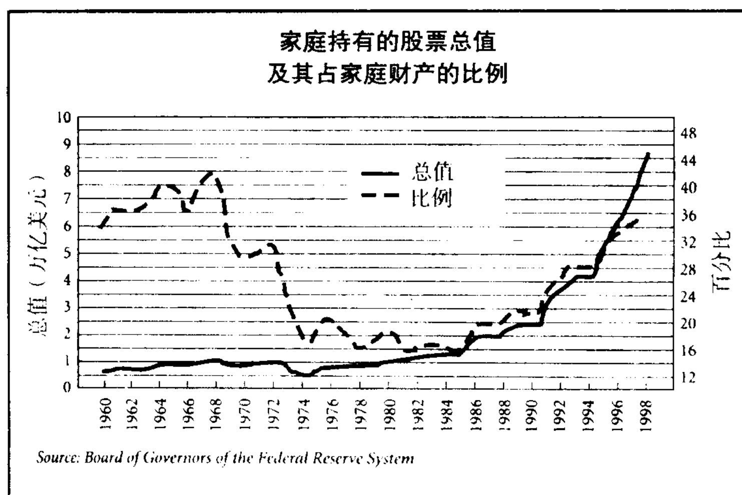


（图 3－8）

老基金的投资份额。由于私人养老基金的目标日益从收益转向增值——鼓励受益人选择自己看好的风险投资组合——共同基金已经吸引了数十亿美元的养老基金资产。

此外，共同基金革命还是另一个更为壮观的趋势——家庭投资增长（包括高风险投资）的主要成分。同以前的时代相比，最近 25 年左右股票市场上的家庭金融资产出现了飞跃式的增长。这得益于对公司股票和股票共同基金的新投资，同时也得益于股票市值的大幅上升。特别是最近 5 年。如图 3－9 所示，公司股权投资如今占到家庭财产的 36.6%（1998），而 1989 年时这个数值还只有 21.8%。事实上，股票市场的诱惑已经鼓励了一大批个人成为专职交易师，他们运用杠杆操作以获取更高的回报，因此更关注近期的金融目标而不是长期的投资收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

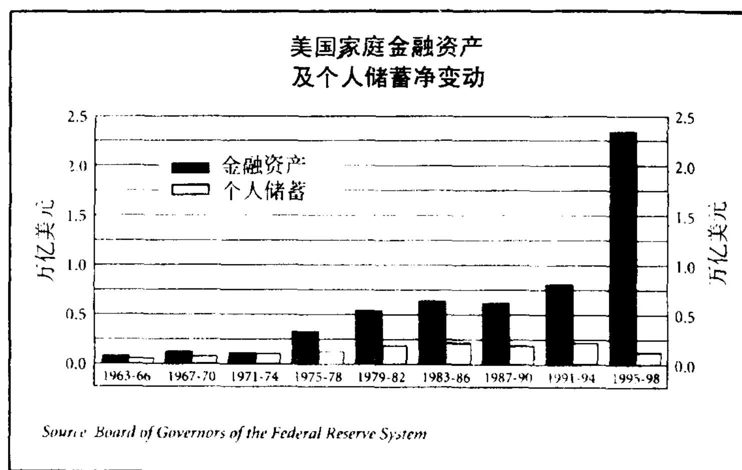


（图 3－9）

随着家庭金融财富的增加，个人储蓄在家庭投资策略中已不再是一个关键性的成分了。事实上，某些数据显示，中产阶级的储蓄率从总体上说呈负数，这很可能是由于他们有股票收益撑腰。图 3－10 显示家庭金融资产的增加和个人储蓄的下降，这无疑是近 10 年来的一个特殊现象。我在 90 年代初的一系列演讲中强调了这一变化。

这些主要的趋势——证券化、技术的改进、全球化和家庭在金融风险市场中日益参与——从根本上改变了我早年所熟悉的华尔街。不过，尽管有种种高科技的奇迹、新的金融工具的冲击以及风险民主化和金融机构的重组等等层出不穷的花样，金融市场的基本要素却保持不变。借贷双方，投资者和借款人，股票投资人和公司等，这些成分的划分始终如一。在进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图（3－10）

信贷创造活动时，他们之间还得签署协议，借方承诺在一个规定的时间里按事先定好的计息方式向贷方偿付。无论在古代还是在今天，这种协议都是金融交易的基础。应该承认，今天的许多交易是非常复杂的；有些合约极为复杂，需要很长时间才能完成，另一些则是电脑和电话上几秒钟的事。但是，最基本的东西仍然只有两条：诚实的交换和及时的支付。

在绝大多数案例中，参加的各方都会履行承诺。如果他们悔约，市场就会运转不灵，甚至根本无法运转，金融和经济资源配置效率低下，经济发展的速度下降，甚至陷于停滞。从这个角度来看，有效率的金融市场实在堪称奇迹。它们反映了客观态度、信任、企业家精神和财务负责的结合——当然，并非总能做到。有时，这些基本原则被忽略和忘掉了，导致了过度的管制和过度的放纵，无论哪一种对经济都是不利的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今天，保持金融市场的有效运作具有特别重要的意义。市场的复杂程度大大加深了，对投资者、金融机构的高级经理、立法当局、中央银行和其他主要的金融玩家提出了新的挑战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　金融衍生品革命

在一组不甚友好的条件下，金融衍生品业务的表现如何？这一问题决定了金融衍生品革命的未来。

在过去20年左右的时间里，整个华尔街开始沉迷于一组看上去崭新的金融工具，也就是金融衍生品（定义见下文）。正如我在第三章里所提到的，金融衍生品很可能是当今金融世界中成长最快的业务领域。考虑到它近年来在国际投资领域发生影响的速度与规模，有必要对金融衍生品革命进行仔细的考察。

所罗门兄弟公司站到了衍生品革命的前列——这是很自然的。为金融产品造市一向是我们的长项，而对于进入衍生品组合的金融工具我们同样也具备透彻的了解。所罗门在许多金融业务中居于领导地位，美国国债、货币市场债券以及无论何种形式的公司债券。此外，它的研究人员队伍也足以胜任新的衍生品业务。

因此，当梅利韦瑟和其他几个负责美国国债的交易师在80年代早期向公司经理委员会申请授权开展利率互换经纪业务时，我一点也不感到奇怪。同样，在我看来，此后的发展也是非常自然的。几个月后，经理委员会审议了为这些衍生品建立头寸的请求。也就是说，公司将成为自营商，持有一定数量的上述产品作为库存。没过多久，我们的帐簿上就填满了各式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各样的这类头寸。

我一向认为开办这类业务对所罗门公司有利，特别是考虑到我们对基础性市场的特性有着深刻的理解。但我的确对此也不无保留。在整个衍生品市场里，我们参与到何种程度为好？随着手中持有头寸的快速增加，涉险的范围也开始扩大，不仅偿付期限，连信贷质量也出现了下降。出于某些原因，经理委员会很难建立起一种分析工具来为这种活动设置参数。事实上，为了等待这些证券到期实现利润而影响到资金调度的情况的确曾多次发生。不过，尽管衍生品业务仍在不断扩大我们的受险水平，平心而论，所罗门公司的衍生品业务做得还是相当不错的。

增长的动力

富于讽刺意味的是，这些里外三新的所谓“现代”发明其实根本就算不上新东西，几种最常见的金融衍生品的历史可以追溯到好几十年前。不过，近几年来金融领域中的确出现了一些新的衍生品工具，这些都是最复杂也最难弄懂的品种。因此，辨别哪些属于新品种，为什么它们会这么快地流行起来，滋养它们的特定的金融和经济条件是什么，这些都是极为重要的课题。理解这些条件将有助于从历史角度解释衍生品现象。当然，由此也会提出一个严峻的问题，一旦上述条件发生变化，衍生品市场是否仍然能够继续扩张和顺利运行。

不仅如此，金融衍生品的丛生——近 20 年来无出其右者——为早已不堪重负的金融监管增添了新的压力。随着衍生品革命的步步紧逼，法律和监管机构手足无措，只能竭力维持自己的有效和连贯。金融市场的变革——不光是衍生品市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——的力量和深度令钉住式的监管失去了用武之地。

衍生品革命由以滋生的经济的和金融市场可以归结为六个主要因素。首先，通货膨胀已经变成了全球病，从而鼓励了金融资产投资——股票和债券都在其中。由专家管理的证券组合在规模和国别范围上都出现了快速增长，许多投资经理开始寻求通过衍生品的使用限制市场风险的方法。对于以提供用于风险管理的金融衍生品为专长的金融机构，这些人就是稳定的业务来源。

另一项有利于衍生品的宏观经济趋势是，近年来美国和好几个发达国家的金融资产收益率大多数时间为正值。这样一种曲线形状产生了一个间接的然而却十分重要的效应，它使得相当大一部分市场参与者都能从金融资产中受益，从而在整体上加强了金融市场的力量，与此同时却无须冒更大的信贷风险。这一市场条件反过来鼓励了越来越多的金融机构更深地涉足于衍生品市场。

信贷创造的非中介化潮流在许多发达经济体中蔚然成风，它们也是促进衍生品革命的一个因素。金融领域内竞争性条件的转变迫使许多稳健的金融机构向更大范围的资本市场业务——包括衍生品——中投入额外的资源。一旦干了起来，他们可不那么容易罢手，甚至当经济扩张导致贷款需求重新抬头时也不能把他们再拉回来。

第四项有利于金融衍生品的因素是大型的风险资本基金的出现，这是由那些追求高回报率的和有能力在外汇、债券或股票市场上建立巨大头寸的经理们所推动发展起来的。应当指出，相对于任何一位希望借助金融衍生品限制风险的谨慎的证券组合经理，必定要有一位愿意随受风险的人做他的对家。没有那些著名的投机家的积极参与，市场将会失去平衡，无论是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想转移风险的企业，还是想为其风险头寸保值的投资者都做不成衍生品交易。

第五项推动金融衍生品业务增长的趋势是近年来各个基本市场中出现的异常波动。例如，90 年代早期欧洲汇率机制宣告瓦解。在这种剧烈震荡的环境中，厌恶风险的企业和投资者需要为自己的金融资产进行保值，而投机者则进入公开市场，在他们认为将升值的金融资产上建立头寸，因为大家都觉得欧洲各国的金融当局不会情愿维持这种人为的汇率联系。

最后的结果证实了他们的预测，但是有些市场参与者却押错了方向。此外，某些衍生品市场（例如，几种柜台交易的期权）在压力下表现不佳。不过，总的来说，私人部门获利丰厚，而欧洲各中央银行则遭受了沉重的损失。由此引发了另一个问题：如果当初是中央银行们获利，那么在私人部门中将会出现怎样一番景象呢？

最后，技术的进步也为衍生品革命的到来作出了贡献。对存在于奇形怪状的金融工具中的主要风险进行定量分析的数学工具得到了发展，这有助于推广衍生品。计算机成本的下降，使得管理互换和期权头寸的复杂计算成为可能。很可能正是这些精致的分析工具在新业务中的应用帮助金融衍生品业务的先驱们取得了竞争优势。

通货膨胀下降，收益曲线上升，大规模的非中介化，追逐超越历史水平的高回报，主要金融市场的价格波动，再加上计算机技术的新进展——这些基本条件的组合将金融衍生品的业务推上了一个前所未有的水平。但是，重要的是应当认清这种机遇的独特性。在一组不甚友好的条件下，金融衍生品业务的表现如何？这一问题决定了金融衍生品革命的未来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 金融衍生品革命

共 识

令人惊讶的是，就在前一两年，人们对一些有关衍生品的话题还争论得面红耳赤，如今却已经达成了共识。不过，还有一些有关衍生品革命的话题仍在争论之中，也许比以往任何时候都更加激烈。

关于金融衍生品的共识至少表现在四个方面。首先，比起前几年，我们对于金融衍生品在整个金融市场中的作用有了更好的理解。几乎每一位严肃的观察家都认识到，不应该孤立地认识金融衍生品——不论是期货、远期合约、互换、期权，还是包含衍生品的证券。它们只是近 30 年来金融市场所发生的影响深远的结构变化的一部分。

新的金融世界具有鲜明的特点：信贷证券化无所不在；借贷活动与投资的国际化；资产价格前所未闻的剧烈起伏；传统机构贷款人和买进持有战略投资者相对地位的下降；追求短期收益的高“辛烷”值证券组合经理，他们愿意用更高的杠杆获取更高的回报；共同基金的戏剧性扩张，往往使用衍生品或持有包含衍生品的证券；金融机构之间的业务领域渐形消失。你甚至可以说商业活动中金融部分和实物部分的分野也同样在消失。

许多专家认为，金融衍生品只是范围更为广大的历史性金融变革的产物。金融体系内各组成成分之间的内在作用滋养了金融风险，反过来又推动投资者、公司和金融机构去寻求创造利润和锁定风险的新方法。渐渐地，衍生品成了一种有吸引力的选择。但是，它们并不仅仅是日益增加的风险的产物，它们本身也已成为更广泛的金融变化的媒介。大家公认，只有在这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一背景下才能正确地理解它们。

第二个渐趋一致的意见是，“金融衍生品”的字面说法过于宽泛，我们要注意对不同类型的衍生品进行区分，以理解其各自在经济和金融方面的影响。市场专家们同意，衍生品一词涵盖了一大批金融工具和技术，而其中每一个都有其独特的起源、用途和风险。从讨论中我们可以看出，市场关注的重点已经由最初的利率互换（1993 年年中 30 人小组对此给出了开创性的研究）转向完全不同——高度复杂的——柜台交易期权和证券化衍生品的市场。

在此，我们可以拿远期外汇交易互换产品（Forward Foreign Exchange Swaps）作为例子，它们经常被人们称为是一种新的金融衍生品。可是，远期外汇交易的应用早已是几代人之前的事情了，有时充当套头保护的工具，有时则纯粹用于投机。当然，还是有一些新点子的。20 年前，很少有人会开出 5 年或 10 年期的远期合约。而今天，这在银行或证券公司已经是司空见惯了。不仅如此，由于汇率浮动的影响，远期市场上的换手率也节节上升，并且随着另外两个因素的影响而进一步上升：货币币值的激烈起伏和新近的信息革命，后者为我们带来了迅如闪电的电信工具和实时的报价系统。如果撇开交易速度和成交量方面的巨大变化，整个外汇市场的运作同几十年前没有什么根本区别——包括外汇交易中固有的巨大风险。现代计算机帮助交易商和他们的客户更好地掌握受险的头寸，但是，它们不可能告诉他们应当买入还是应当卖出。

第三，关于金融衍生品固有的风险特性也开始取得一致意见。在此之前，衍生品的辩护者们经常强调它们是基本的“风险管理”工具。这种观点中隐含着一个典型的假设，认为衍生品的总的效果是“减少”最终用户所持金融头寸的风险——换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

句话说，衍生品是防范既存风险的工具。然而，许多投巨资于衍生品的机构（包括非金融性的公司和商业银行）所遭受的一长串惨重的损失早已是不争的事实。如今，许多场内人士都承认（尽管有些人并不情愿），金融衍生品不仅方便了套头保护者，它也同样方便了投机者。此外，大家也都同意，衍生品的使用者如果不了解或未能准确地衡量操作中的风险，其结果将是非常危险的。哪怕是传统金融市场上的行家里手，在面对由衍生品专家们所创造出来的新产品时，恐怕也不免为其中所蕴含的极度复杂性而挠头不已。

由此还产生了一个新的问题，交易商和最终用户共同发出呼吁，要求找出一种更理想的由金融衍生品交易所引发的信贷风险——亦称对应风险（Counterpart Risk）。其中最有用的就是对那些在同新型机构交易时所产生的风险的评估手段。这些机构里包括杠杆基金，传统的信贷评级根本不涉及它们，还有非金融公司的附属机构，它们同母公司之间存在着复杂的、有时甚至是模棱两可、引人误导的关系。

我们面对的是极为困难的工作。多长时间应该进行一次信贷评估？评估过程中使用的数值可靠性如何？谁来保证这些数据是正确的并且及时更新？90年代中期以前，几家大型终端用户的操作失误丑闻还没有暴露，人们觉得这些问题不过是空穴来风而不予置评。在那之后，情况大为改观。当然，要想建立一个切实有效的信贷评估制度，前面还有很长的路要走。不过，关于这样一个制度的必要性，已经不再有任何认真的不同意见了。

最后，对于积极参与金融衍生品的开发、包装、营销和交易业务的各式各样的金融机构，我们也有了更为深入的了解。这些业务活动的范围相当广泛，并且至今仍在扩张之中。其中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

包括从个体公司股权的叫买期权和叫卖期权、股票指数、政府债券、债券和股票期货、商品期货、利率封顶期权（caps）、利率保底期权、领子期权（floor and collar）直至将期货、互换和期权等结合起来所变出的怪物。现在甚至有了一种附条件的期权（contingent options），其盈利是一组多元条件的函数。参与这些金融工具交易的机构有商业银行、证券公司、保险公司、财务公司，甚至还有一些非金融企业的单位。它们的基础业务可谓千差万别。但是，在金融衍生品的交易中，所有这些传统差别一律消失了，它们全都变成了同样的企业。

发售柜台交易期权的业务——特别是其中那些较为复杂的品种——同银行和证券公司的传统业务迥然不同。从概念上说，可以将其比为保险公司承保灾难险但却无法确定保险金的处境。柜台期权发售业务所面临的额外风险，是如何在到期之前为那些复杂的期权定价。在今天的环境里，这一工作尤为困难，因为金融资产的价值波动得太厉害了。在这种情况下，标准期权定价公式的可信性就要大打折扣了，因为在该模型中，对未来的波动性的预测是一个关键的变量。

不仅如此，由金融期权创造的风险是无法彻底对冲掉的，除非你干脆不碰它们，投资者们因此不得不转而采用动态套头法来管理风险。但是动态套头并不是精确的科学工具，你不得不依赖高度复杂化的计算模型，而它们本身的可靠性却大成问题（因为它们是基于历史数据之上的）。不只一家大型金融机构冒险将自己的生命线系于关键函数运算模型的强大能力和可靠性之上，包括复杂期权的定价，含有期权的证券与互换，敞口的确认，动态环境下头寸的估价等——在交易中称为“压力测试”（stress testing）——作为管理风险的工具。问题在于，没有人知道，当市场出现异常变化时，这些模型是否还会像平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时一样可靠。

分歧与盲点

我要再次强调，上文中提到的那些有关金融衍生品的共识只是在相当晚近的时期里才在金融圈中形成的。它们标志着我们作为一个集体对市场功能和所含风险的认识有了极大的提高。遗憾的是，在对于这些金融工具的本质和影响的认识中仍然存在着许多盲点。

首先，衍生品是一种跨制度的金融现象，对现行的管理体制带来了重要的政策性影响。无论如何，现行体制施行的还是分业管理，衍生品（和其他金融创新工具）的出现打破了原有的行业界限。由于各种金融机构都相继卷入了衍生品革命，要想对这些复杂的金融工具进行监管，势必需要各种不同监管实体之间的密切合作。

由于各国对金融市场施行监管的结构存在极大的差别，在国际范围内实现上述合作将是极为困难的。而在美国，形势尤为严峻。为了对金融衍生品施行有效的监管，我们不仅需要联邦层次的合作，而且还需要州一级管理机构（例如，州的保险审计官）的配合。我们甚至还要面对一个更加令人困惑的局面：完全不受管制的金融机构与备受管制的金融机构在同一个市场上开展业务。就连那些最顽固地坚持现行监管制度的人士也不能不承认，在这一体制下，所有参与金融衍生品业务的市场机构未能取得一视同仁的地位。

关于衍生品市场的前景，意见则更加分歧。未来的市场环境同当初培育它们的市场环境将会有很大的不同。1998 年第三季度出现的异乎寻常的波动清楚地表明了金融衍生品在实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应用中的脆弱。例如，在俄罗斯金融危机中，俄罗斯银行充当了衍生品交易的对象。后来的发展证明，这是一个极大的错误，因为事先对俄罗斯银行的信用水平的评估被证明是错误的。

关于在债市和股市的熊市期间金融衍生品市场能否正确运作的问题，存在着极大的争议，这丝毫不令人感到奇怪。在这里，我们应当提醒大家特别注意几家市场上著名的机构的交易业绩。它们的业绩表明，在利率上升时从衍生品交易中取得有吸引的回报率要比利率下降时难得多。

更为重要的是，不同的最终用户对金融衍生品的需求不大一样。其中有一些从前吃了亏，一朝被蛇咬，十年怕井绳。另一些——包括好几家共同基金和不少公司的财务部门——曾经轻率购入包含衍生品的证券，如今也采纳了更为明确的投资原则。我相信，边缘参与者——州和地方政府的金融单位、大学、保健机构等——的监督者继续支持他们涉足衍生品市场的可能性将是很小的。这当然并不意味着市场中真正的行家——他们理解衍生品风险回报的高收益，将高风险视为高回报的必然代价——也将就此消失。不过，看来至少会有某些衍生品品种将会受挫，因为潜在的终端使用者已经学会更好地理解这些复杂的和高度杠杆化的金融产品的奥妙。

与此相关的另一个问题是电脑模型。衍生品市场中的大玩家无不依赖电脑模型作为计量风险的工具。那些机构以拥有最复杂的模型而自傲，并且自信由此取得了在市场上的竞争优势。但是，谨慎些总是不会错的。当市场出现异常时，这些模型的计量结论仍然可靠吗？对此，我们无法肯定。大胆的模型计算出高利润的结果，而保守的模型则得出谨慎的利润预测。万一模型破产了，谁也说不准会出现什么样的结果。事实上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于绝大多数金融衍生品——特别是柜台交易的期权及类似的金融工具——的历史很少超过10年，市场还待于经受困难的考验，特别是极端严厉的货币政策的考验。

围绕衍生品的另一个关键性争论已经是老话题了：高度活跃的衍生品市场是否加剧了基础性金融资产的价格波动。专家们对此持激烈的反对态度。他们认为，衍生品交易减少了利率、汇率和股票价格的波动。他们的核心概念是“稳定投机”论。既然投资者借助衍生品可以方便地在市场上持有投机性的头寸，而这种投机一般来说具有稳定价格的作用，那么价格的波动应该会随着金融衍生品业务的活跃而逐渐消失。

对这种看法，我不敢苟同。可以断言，有好几种衍生品品种已经令作为它们的交易基础的基本市场发生了不可逆转的变化。例如，形形色色的期货市场（和与之相关的期权市场）对于股票市场指数和国债价格的影响。这些衍生品导致了大量的对称性头寸。换句话说，投资者无论做多还是做空都很容易，就像从前在外汇市场上远期外汇合约所起的作用一样。由于在股票和债券期货市场上调动头寸的成本相对比较低，通常在现货市场上进行的交易就会有一部分被分流到那里。

“杠杆”是另一个与之共生的现象。高度杠杆的介入导致这个系统的波动加剧，与此相比，投机者是否在当天结束交易时采取某种抽象的“稳定”操作则无足轻重。这一点在1987年10月的股灾和1998年夏的震荡中表现得非常明显。此外，研究结果也表明，绝大多数金融工具的价格近年来都表现出相当大的起伏。

据我判断，这种起伏源自杠杆操作的影响。在早年的金融市场中，杠杆操作受到限制，价格波动也相对平稳。早在金融衍生品成为时髦之前——60年代，70年代和80年代前期——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一系列金融创新活动推动了杠杆操作的普及。与此同时，金融市场的波幅也开始加大。随着衍生品革命的到来，杠杆操作又跃上了好几个层次，而市场上的价格波动也一浪高过一浪。这样的趋势看来还将持续下去。

还有一种非常普及的衍生品——利率互换——也开始对基础信贷市场的功能发挥极其重要的影响。用最简单的话来讲，利率互换是一种套利工具。例如，两个属于不同信用等级和市场准入级别的公司通过对“相对”信用等级进行套利，可以起到降低借贷成本的效果。购买长期资金的高等级公司可以收窄其借贷利率相对于美国国库券的利差，而购买短期资金的低等级公司也可以获得相对收窄的利差（当然，其绝对值则会增大）。这种利率互换令双方皆大欢喜——足以支付设计这种合约的银行家的费用。

设计原理相当简单，但是，直到20年前人们才想出这种工具。近年来，利率互换取得了惊人的发展。目前，未清偿的利率互换合约的价值已经达到惊人的363000亿美元。几乎每个发达国家的金融机构和公司——也包括不少的新兴市场——如今都涉足利率互换业务。自然，这样发展的结果是利润空间的压缩。价格降到这种程度，发售该产品的银行的收益很可能不足以抵偿甚至较为简单的利率互换所带来的风险。

最后一个引发广泛争议的敏感问题是引人误解的简单问题：开办衍生品业务的金融机构的利润从哪里来？是来自于为顾客制造市场吗？还是来自交易的技术？局外人对此一无所知。按照金融衍生品行业几家最主要的造市商的说法，他们的工作是满足客户对风险管理工具的需要。但在强调其利润来自服务的同时，他们也承认自己的交易师在本机构的帐户上持有巨大的头寸——不论这个机构是银行、证券公司、保险公司还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是财务公司。在他们的利润中，究竟有多少来自造市业务，又有多少来自交易业务，几乎从来没有人透露过。更没有人会告诉你他们平均持有的敞口额度，或曾经持有的最大敞口，或与其敞口相关的风险范围有多大。

我估计，将来我们有可能了解到更多的内情。监管机构也会要求他们作出充分及时的信息披露。作为其副产品，在立法方面也可能会有一些进步。不过，最积极的应该是金融机构自己，因为提高透明度对他们本身有利。与此相应，他们也会提供更完备的——可供比较的——有关衍生品业务收入来源的信息以及这种业务所带来的风险。否则顾客们会怀疑这些机构向他们隐藏了些什么东西。这种怀疑很可能是正确的。

有关场内交易准确定价重要性的问题始终悬而未决，这成了衍生品业务中一块揭不得的伤疤。无论是就风险的估测和控制、对损益的计量，还是对业绩的考核而言，当前市场的实时定价都是必不可少的。即使在市场运转正常的情况下，市场定价也远不是简单和直截了当的工作，只有几个高度活跃的板块（如上市股票和上市的美国政府证券）算是例外。对于公司债券，新兴市场上借款人发售的债券和抵押债券市场中的诸多品种来说，根本谈不上有效的定价。这一点在场外交易的期权和许多证券化衍生品特别是结构化商业票据的交易定价中表现得很明显。在动荡不定的市场上，流动性可能会在突然间消失得无影无踪，许多金融工具的定价也因此而无从下手。

这是为什么？它又意味着什么呢？首先，由于价格变动不居，上一次成交的价格可能完全不具有参考价值，特别是那些缺乏流动性的证券券种往往如此，而对绝大多数期权来说则几乎肯定是如此。其次，交易商报出的价格也许只是代表该证券或期权价值的某种指导性价格，并不说明他打算按这个价格成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交。正因为如此，另一位交易商报出来的价格可能大不一样。对于希望为其所持有的头寸定价的机构来说，市场上根本不存在可靠的“真正”的价格发布人。第三，所报的价格可能只适用于极少量的交易，而不适用于投资者所持的头寸额度。第四，交易商在向市场报出价格时所依据的假设也可能是很成问题的，因此很难指望他的报价会在别的交易商那里得到确认。

这样的局面对于证券市场而言本来并不新鲜。但是，随着越来越多的债券取得了证券化的形式以及这些债券本身的日益复杂，资产价格的波动令局面更加恶化。在技术上称之为“期权性”的指标不断升高的市场领域里，情况尤为严重。

无法准确市场定价的结果可能会是灾难性的。1994 年，一个操作高度杠杆化抵押证券组合的货币经理因此而倒了大霉。1998 年夏金融市场的混乱也肇因于此。广而言之，定价方面的缺陷将令风险管理成为跛足，这种不确定性将进而影响到收益业绩的紊乱。进一步说，它还让人们对活跃在市场上的领导者的大话产生了疑问，这些人声称他们有能力评估其拥有的未清偿风险敞口，并且可以利用动态保值的方法有效地控制其风险——在实时的基础上。可是绝对的控制是要以准确的定价为前提的，他们总不能无中生有吧？不管怎么说，如果基础性市场丧失了流动性，并且准确定价也成为一种奢望，那么你将谈不上有什么精确度。在这样的条件下，不可能依靠动态保值来保护机构免遭市场异动的打击。

无论如何，衍生品准确定价所遇到的困难提出了对所谓风险管理系统进行额外的可行性测试的要求。而且这一测试应当在市场流动性大大降低的情况下进行，甚至应当将不可能发生后续交易的情况列为假设条件。

最后，关于衍生品对更为宏观的经济和金融活动的影响，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融界根本无法达成一致。衍生品对商业活动的周期，并且进而对货币政策的走向会有什么影响？在某些专家眼里，衍生品市场对经济环境的影响是有利于整个经济体健康的。按照这种看法，衍生品的存在意味着可以将风险从缺乏风险承受力的人手中转移给有承受力的人。照此逻辑，金融活动的波幅将大为减小，因为导致推翻商业决策的意外损失应当会少得多。

遗憾的是，尽管这种论证看上去不无道理，但它们却忽略了金融衍生品的真正重要性。他们只看到有利的一面，而忽略了衍生品由于将更多的杠杆引入体系所导致的商业周期的放大效应和扩大信贷资源的效果，对保证金借款人来说尤为如此。在商业周期的上升阶段，这种额外增加的借款能力帮助私人部门抵抗银根紧缩政策的压力。由此导致的结果是中央银行最后不得不将利率提到过高的水平上——相应地降低了资产的价值——远远超出预期，以求将经济冷却下来，实现无通胀的增长。相反，在商业陷入衰退时利率也不得不下降更多一些，才能激活经济活动。

政策含义

衍生品市场的特性及其影响具有重要的政策含义。值得赞赏的是，国会一直努力修改目前监管衍生品市场的立法。但是，到目前为止，他们还没有制订出能够迎接近年来所出现的衍生品业务爆炸性增长的新规定。

应该承认，现有的联邦管制机构已经具备了管理衍生品市场所需要的资源和权力。真正缺乏的乃是各个机构之间的密切合作。即使在现行的法律架构之下，他们也可以大有作为，用不着等待新的法律。何况，新的法律还可能带来意想不到的副

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作用。新的法律永远是无法预料的，而不可预期性在金融市场上意味着内在的不稳定。

不仅如此，如果专门为衍生品市场的管理而通过一部新的法律，很可能反而会南辕北辙。这种专注于狭隘领域的做法忽视了一个范围更广的现实：席卷金融机构与金融市场的变革反映出我们整个金融监管体系的过时。要想取得实效，管理体制的改革就必须超越金融衍生品的领域，而将构成全球金融体系的金融市场和机构的诸多动态变化因子一并纳入考虑。近年来，国会中所讨论的提案尽管各有创见，但却缺乏为达成更大范围的改革所必须的广度。

我的意思并不是放任市场令其自行其是。自由放任主义是行不通的，也是不利于公众利益的。例如，市场上的新成员很可能利用降价或放宽标准等手段从老成员那里夺取市场份额，而这将增加市场上每个参与者的风险/收益比。任何一个新的金融监管体系都必定包含特定的以金融衍生品和其他金融工具为对象的规则和指导，作为改善对正在发生翻天覆地变化的金融机构与市场监管努力的一部分。

金融衍生品市场的迅速繁荣造成了脱节，投资者和管理者都来不及以负责的方式评估风险。其中某些特殊品种的原理过于复杂，交易者理解不了，也无从管理。不幸的是，过去的经验表明，金融界的自我管理是靠不住的。同样，我们也不能将未来寄托在这种方式上。对衍生品进行有效监管的建议早已有之，见于30家集团的建议书。可是，长期资本管理公司的衍生品交易的敞口是如此巨大——据估计为1.4万亿——它的自身危机在1998年威胁到整个金融市场的生存。就在几年前，一家日本交易公司在与衍生品有关的铜合约上出现了巨额亏损，也是因为对交易师的交易活动缺乏有效的管理所造成的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼古拉斯·里森的衍生品交易亏损动摇了巴林银行的根基，不得不将其出售给一家荷兰的保险公司。

尽管遭遇了如此多的挫折，金融衍生品业务的增长却没有停顿。事实上，场外交易市场——它代表了整个衍生品市场中风头最健的部门——从1994年初到1998年底的增长超过了500%——交易额达到5.1万亿美元。尽管其中绝大多数属于金融机构处理利率风险的常规交易，但也有很大一部分场外交易衍生品是为了更可疑的目的而设计的。某些投资银行出售衍生品作为常规套利。还有一些则向那些按规定不得从事外汇交易的机构销售结构化的商业票据衍生品（很像债券），更有甚者——其中包括许多在1994～1995年金融危机发生前在墨西哥市场上极为活跃的投资银行——则利用衍生品逃避保证金要求和外汇管制。

金融衍生品给我们带来了新奇的感受，它具有难以抵御的魅力：高杠杆、灵活的期限和初看上去将为造市者所赢得的高额利润。由于衍生品业务基本上都是发生在银行之间的双边合约，我们几乎不可能掌握市场上究竟创造了多少份衍生品合约。正如我所建议的，如果真心想制止飞速发展市场上的恶行，管理者手中始终还是有牌。其实真正重要的问题在于，一旦在将来对金融市场施行了严厉的管制之后，金融衍生品的命运将会如何？要想避免出现灾难，官方就必须掌握更多的更及时准确的细节，并且还要更加深入地参与到市场过程中去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　华尔街的公司化潮流

所罗门兄弟跨入了巨型公司的岁月。

在过去的半个世纪里，华尔街上发生了巨大的变化。今天我们所熟悉的绝大多数金融工具和商业银行职能在60年代，当我刚开始在所罗门兄弟公司上班的那些年里，还是无法想像的。

其中一项最为引人注目的变革就是从合伙制向公司制的转变，后者如今已经成为美国投资银行业里的主流。这一转变的压力主要来自60年代之后推动华尔街革命的力量，其中最值得注意的是交易规模和投资银行业务种类及金融工具品种几何级数的增长（参见第三章）。

这些变化带来了新的机会，但是也在华尔街实行传统合伙人制的座次靠前的几家投资银行中引起了关系紧张。这种紧张关系最突出地表现在两个方面，其一是不断追加永久性资本的要求——证券公司开始介入日益扩大的信贷业务；其二是市场知识和赢利能力从合伙人手中转移到中层经理和交易师手中。我有幸亲身参与了这一变革，它从一个不起眼的玩家崛起成为华尔街上耀眼的明星。所罗门公司管理迅速膨胀的企业规模和金融业务的努力在很大程度上展示了席卷整个华尔街的机构变革的共同模式。

熟悉这一演化的过程对于理解目前投资银行业所面临的挑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战是必不可少的。现代的、全球化证券化的、同质的高技术金融世界具有高度的弹性和创新能力。但是，管理它的工作却变得越来越难了。

华尔街上的合伙制

1962年，当我加入所罗门兄弟和哈兹勒公司时，华尔街上的投资银行实行的是合伙制。它们主要开办两类业务。其一是为新证券——公司债、国债和市政债券——寻找现金投资。或者，说得更大气一些，他们通过买卖证券创造二级市场。为此，公司要么充当经纪人（也即买家和卖家之间的中介），要么做自营商，发挥造市的功能，拿自己的资本去冒险，为那些买下而不打算立刻卖掉的库存股票融资。

投资银行的经营范围和商业银行一样，都是由在大萧条金融市场崩溃之后制订的法律来规定的。这一立法的核心——1932年格拉斯—斯蒂格尔法——大大削减了商业银行的业务范围。该法规定，商业银行不得承销公司股票和债券，也不得在市场中充当上述金融产品的经纪人或自营商（他们可以承销和交易美国政府债券和市政债券）。这些业务成了投资银行家的经营项目。以分业经营为主要标志，格拉斯—斯蒂格尔法开始确立了长达近半个世纪的监管模式。

两类金融机构在其他方面也存在很大的区别。商业银行大多归股东所有，而投资银行的主要形式则是合伙制。储蓄银行和储贷协会则刚好相反，是共同主体制，储户是它的所有人。一些主要的保险公司也同样采取的是共同主体制。我们将会看到，在近几十年里，这种模式已经发生了巨大的改变，越来越多的金融机构改行股份所有者制——包括华尔街上的投资银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行。

从大公司的名称上就可以看出基于合伙制的投资银行业内部密切的个人特质。正如合伙制的律师事务所一样，华尔街的投资银行将创始人的姓名放在公司名称里。库恩·洛布公司、高盛公司、霍恩布洛和威克斯公司、拉扎德·弗雷雷斯公司、莱曼兄弟公司、布里斯公司、基德·皮博第公司都是当年华尔街上名头甚响的公司。今天的美林公司当初的全称是美林-皮尔斯-费恩纳和史密斯公司。

这些公司里有许多家的历史可以上溯到19世纪末，其中相当一部分公司的创始人是19世纪30～40年代移民美国的德国犹太人（亚伯拉罕·库恩、所罗门·洛布、马尔库斯·高德曼、约瑟夫·塞利曼和莱曼兄弟就是其中的佼佼者）。当我在华尔街上开始工作的时候，只有寥寥几家（新近崛起的公司）仍由其创始人或列名者经营。不过，在绝大多数主要的投资银行里，采取的都是由一到两位最著名的合伙人负主要领导责任的形式，而他们在整个金融界里也占据着举足轻重的地位。在这些人中间有库恩·洛布公司的约翰·希夫、高盛公司的S·J·韦恩伯格和古斯塔夫·列维、比尔·斯特恩公司的C·Y·列维、莱曼兄弟公司的罗伯特·莱曼和基德·皮博第公司的A·H·戈登。合伙制如今在纽约的金融界仍然存在而且颇为健康，它不仅为一家公司打下了个人的烙印，同时也反映出金融业务基于人际关系和信用的行业特征。

所罗门兄弟公司：从合伙制到公司

所罗门公司可以算是一个典型的例子。它是1910年由所罗门三兄弟创建的——阿瑟、赫伯特和珀西——另一位发起人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是巴尔的摩百货业大亨摩蒂默·哈兹勒。最初，这家公司的业务是货币市场和债券交易。三兄弟奔走于各家银行，找出它们在货币市场和债券方面的需求，然后予以满足。与此同时，本杰明·列维，他们的第一位雇员，则留在办公室，在电话上接受委托并记录下来。到了 1961 年，除了列维，他们全都退休了。列维此时担任着一个高级的职位。

在那个时候，所罗门兄弟与哈兹勒是一家规模不大但却颇受尊重的公司，它在债券市场上很有地位。由于在二级市场上拥有很强的力量，所罗门公司在新发行的公司债券的竞争性报价中干得非常出色，特别是在公用事业和铁路债券方面。它同时也是美国政府证券的主要自营商，但在可转让证券发行（negotiated offering）的承销市场中居于从属地位。此外，它几乎不涉足股票市场。总的来说，公司在客户中享有极高的声誉，但在华尔街还称不上是领导者。

与他们的蓝血同行不同，所罗门公司的合伙人并非常春藤学校的毕业生。事实上，几乎没有人拥有大学学位。但是，在当年，没有受过正规的教育并不像今天这样重要。在关于所罗门公司的一本历史书里提到，公司里一位著名的高级合伙人一度自夸他连中学毕业都谈不上，只有小学的学历。珀西的儿子威廉·所罗门——家庭姓氏的继承者和公司领导人——只读到预科。比尔那时想结婚，他的父亲力劝他挣钱养家而不要继续读书。在这样的环境里，应该说所罗门雇佣我——或者任何像我这样学历的人——的确是很不寻常的举动。作为所罗门公司——可能也是整个华尔街——的第一位博士，我的加入代表着未来数十年里金融界追求更高级的分析技术潮流的第一次尝试。

除了教育背景方面的宽松之外，60 年代早期所罗门兄弟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的另一个特点是工作中的亲密关系。总资产净值只有1200万美元，合伙人也不到20名。它还是一个小规模的公司，能够保持从顶层到最低级职员间密切的工作关系。华尔街60号总部的布局也强化了这一特点。拥有私人办公室的合伙人不过几人。绝大多数合伙人在销售部或交易部办公，他们的桌子就摆在巨大和开放的交易厅里面，那里经营着各式各样的业务，在公司的广告中被称为“金融超级市场”。许多公司的最高级经理是从“后台”干起一路升为合伙人的。

当然，当上合伙人意味着事业的巅峰。这是一个特殊的荣誉。事隔30年后，我还能清楚地回忆起当年自己被接纳为合伙人时的情景。那是在1967年9月，西德尼·霍默打电话通知我这个好消息，我的感觉是“终于到站了。”这不仅仅是一种成就感，它同时也是一种归属感。而这种归属感——正是合伙制的最大优点——培养起对公司的强烈忠诚，因为合伙人的地位同时也意味着终身雇佣的承诺。几乎没有人放弃受尊敬的地位加入别的公司，在60年代，甚至连非合伙人职员也很少跳槽。

华尔街盛行的合伙人制还产生了其他一些重要而有趣的特点。在公司里，权力由董事和经理们分享，而在合伙制企业里，合伙人拥有绝对控制权。不幸的是，在某些投资银行合伙人眼里，公司不过是增加个人财富的工具。每年年底，这些合伙人只留出足以维持公司运营的资本，剩下的部分则按合伙比例分光吃净。但是，并非所有的合伙制公司都会那样做。在某些投资公司里，合伙人中的领导成员更倾向于将留存收益做再投资以扩大业务，而不是一味地追求合伙人的短期收益最大化。在三兄弟的领导下，所罗门兄弟和哈兹勒公司采纳了后一种战略。随着比尔·所罗门逐渐掌权，所罗门留存资本扩大业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务的做法又得到进一步的发扬。

在20世纪的绝大多数时间里，合伙制一直是证券公司的主要形式。其中一些公司转制较早，像老牌的李-希金斯·波士顿公司，1932年的一次金融危机迫使其合伙人将公司清盘，其证券业务则卖给一家同名股份公司。不过，总的来讲，合伙制转变为公司制是一种战后的现象。基德·皮博第公司在1964年改制，摩根·斯坦利在1970年。美林1964年收购德文(C.J.Devine)公司，开始介入美国国债业务，1971年成为上市公司。

在这一潮流中，所罗门兄弟和哈兹勒公司落在别人后面。60年代，公司业务的确成长很快，导致公司于1970年将总部从华尔街60号（1922年起即成为总部所在地）迁往纽约一号广场，并且更名为所罗门兄弟公司。但是，直到10年之后，1981年10月1日，公司才改制为股份公司。

所罗门的改制逻辑地反映了一组在更广阔的范围里引起金融界变革的力量。其中最强有力的就是60年代和70年代出现的金融产品证券化的激烈变化。所罗门迅速地为自己在市场上确立了关键的地位：它在公司和政府债券定价方面培养了出色的技巧；在困难的交易日中维持市场流动性，不惜将卖不出去的证券转为自己帐面上的库存；在激烈的竞争中成功地报价，为自己赢得承销公司债券的业务。无论如何，所罗门证明了自己在繁荣的政府债券、公司债券和商业票据市场上不落人后，勇于竞争的决心。

1979年秋所罗门公司从摩根·斯坦利手中夺取巨额IBM公司债券承销业务的故事，最有力地证明了他们的竞争热忱。像其他许多蓝筹股公司一样，多年来蓝色巨人一向是摩根·斯坦利公司的独家客户。但是，所罗门决心打破所谓的独家垄断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会送上门来了，IBM 打算在市场上举行一次有史以来最大数额的新债券发行：5 亿美元 5 年期债券，另有 5 亿 15 年到期。发债时间刚好选在金融市场陷入一片混乱的时期：通货膨胀升到了两位数；利率反复无常，但又节节上升。考虑到 IBM 此次发债的规模和金融市场的现状，这家大计算机制造商新一轮的债券来得可真不是时候。

经过所罗门和 IBM 公司间无数次交谈和会议之后，谈判在 9 月份进入了关键阶段。所罗门派出的小分队的成员包括约翰·古特弗伦德（当时任所罗门公司的合伙人经理），荣·罗腾斯特里希（负责本次业务的合伙人）和我本人（高级合伙人和研究部主任）。在谈判过程中，IBM 的一位经理问我什么时候上市最好。对我来说，答案是很明显的，越快越好！之所以这样讲，是因为我确信利率将继续攀升，联储还会进一步收紧银根，外国人对美元的信任也将进一步下滑。最后 IBM 决定邀请所罗门公司作为联合首席经理人。摩根·斯坦利拒绝与所罗门公司分享同等地位，IBM 又去找美林出面担任联合经理人，美林公司接受了。

在事后的上市过程里，所罗门公司表现出强大的竞争力。我们给的定价非常接近于相同期限的美国国债。IBM 5 年期债券的收益只比美国国债高出几个基本点，15 年期的债券也只不过比同期限国债高 18 个基本点。市场对于新债发行反应热烈，如果不是因为联储引发的一个意外，发行一定会顺利完成。我们是在接近周末的时候报出价格的。到了周末，联储主席保罗·沃尔克宣布，联储打算适度增加货币供应量，同时放开利率管制。星期一市场开盘之后，利率急剧上扬。当然，对于所罗门公司设计的（低息）IBM 债券来说，这绝不是好消息。尽管我们卖空了一些国债以冲销本次承销风险，我们还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这次 IBM 债券发行业务上亏了钱。但是，我们的努力为我们赢得了日后更大的补偿。所罗门继续同 IBM 做生意。更重要的是，能够在美国超级大企业的债券承销业中出任首席经理人，这大大提高了公司在金融界的形象。渐渐地，所罗门兄弟在华尔街上赢得了重镇的声誉。

相对来说，所罗门从债券业务扩张到大宗股票交易业务的过程也颇为顺利。60 年代，股票业务在华尔街越来越普及，公司涉足这一业务成了很自然的选择。不管怎么说，大宗股票交易的风险评估和债券的定价与评估之间相差不大，而且客户也大多是原先那批机构投资商。所罗门公司又一次发现，自己不得不在一个由规模更大、资格更老的公司所盘踞的市场上打开业务。1975 年 5 月 1 日——后来闻名于华尔街的“五月日”——证券交易委员会裁定，不论多大额度的股票交易，佣金都是可协议的。(SEC 放开了大宗交易的佣金固定费率。) 这一决定打开了竞争性股票交易代理的市场，像所罗门这样的公司由此受益，因为它一向有决心参加激烈的价格战。

70 年代，所罗门公司的业务范围进一步扩大，公司终于迈进了国际化的领域。尽管公司做跨国生意已经好几十年了，但直到那时才开始在香港、东京和伦敦开设办事处。后两个办事处发展成为相当大型的交易场所，香港办事处的发展则相对较为平缓。

所罗门公司的另一项新业务——我们在这项业务中居于华尔街的最前列——是住房抵押债务的证券化。这一创新是由所罗门公司的罗伯特·达尔首倡，而后刘易斯·拉尼埃里发展起来的。它将抵押债务由地方性的信贷工具转化成证券化的债务，可以在一个全国性的市场上进行买卖——战后数十年里金融证券化大趋势的又一有力佐证。现在，抵押债务被打包后按小块

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债务的形式出售，很像是债券。这项业务中包含一些复杂的环节，特别是因为抵押债务可以提前偿付，并且其期限长短不一，而信贷质量也参差不齐。这种复杂性迫使所罗门不得不向该部门调入精兵强将，公司也由此得以率先进入一个几乎没有什么对手的高利润的新领域（详见海南出版社 2000 年版《说谎者的扑克牌》）。

证券公司开办的借贷业务

随着所罗门兄弟公司、华尔街上的竞争者、交易师以及造市商队伍的壮大——得益于交易几何级数式的增长以及新的信贷工具的走红——一种更加深刻的变化出现了。华尔街的投资银行越来越多地在形形色色的交易中充当信贷供给者的角色。其中最简单的形式是附大额回购协议的证券出借。这种协议不仅包括高等级的债券和交投活络的股票，还包括等级较低的证券。最终，这一业务演化为各种各样的金融衍生品，其中有些是在交易所里交易的品种，但是还有许多——例如利率互换和外汇互换——是专门为某个客户设计的，期限也长得多。这种做法将证券公司置于交易对象的风险之中。也就是说，他们自己要么成了债务人，要么成了债权人，具体则取决于他们在某一特定的期间内在交易中所扮演的角色。就是通过这种方式，证券公司开始仿效商业银行开办信贷评估和信贷延展的业务。现在，随着衍生品的红火，桌子的方向变了：在新的业务里，商业银行反过来跟在证券公司后面，成了借款人。

这就是 60 年代和 70 年代里所罗门公司所面临的新的、复杂的现实。所罗门公司在抵押债务证券化方面稳居头筹，它发现，如果将投资者纳入回购协议，那么在抵押证券业务中还可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以找到新的机会。80 年代早期，所罗门同美国加利福尼亚储贷协会（得拉瓦尔美国金融公司的一个特许公司）达成了一个这样的回购协议。该公司的总裁是查尔斯·奈普。由于从所罗门手上买下了一大宗证券，该公司现金周转不灵。于是它同所罗门公司又签了一份协议，暂时向所罗门拆借资金，而用新购入的证券作为抵押。光是预付金就可以赚好几个点，最后，所罗门在这单生意中的收益比起普通的回购协议利润多出 50 个基本点。整宗贷款价值高达 2 亿美元，所罗门的腰包一下子就鼓起来了。

但是，在这样一宗表面看来完美无比的交易背后，则是复杂而棘手的问题。首先，回购协议一般是一种短期融通。但是这一回，这家公司——无法像预想那样快地恢复财务融通——一而再，再而三地续延回购协议。事实上，所罗门公司不知不觉间变成了这家西海岸公司的银行家。表面上是短期的信贷关系，结果却变成了长期的。万一利率继续走高怎么办？这意味着储贷机构的日子会越来越难过，而它手中的证券的抵押价值则越来越低，所罗门将不得不提高对借款人的抵押品的要求。或者，所罗门会要求出售抵押证券强行回收贷款？这种强制售卖很可能大大减低证券的价值，其回收值可能连贷款本金也不够。更糟的是，储贷协会还有可能破产。在这种情况下，回购协议的合法性和强制效力都是大可怀疑的。

最后，奈普自己陷进法律纠纷里去了。所幸的是，所罗门的贷款倒是还清了。但是，这一插曲使我确信，公司同自己的客户进行如此大规模的（按当时的眼光来看）证券协议是很不适当的——正如我们在同美国储贷协会的交易中所表现出的——所罗门将会发现自己变成了甩不开的贷款人，只得把宝押在利率下降的前景上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在同一时期，所罗门公司有史以来第一次遇到了与上例业务有关的挑战：资本金的紧缺。问题越来越严重，其背后的动力也即是推进华尔街公司化的内外部要素——传统证券交易和承销业务的扩大，新的信贷工具的兴起，投资银行贷款业务的扩大。应当承认，所罗门公司资本金增长的速度已经很快了。从我进入公司的1961年，到20年之后的1981年，也就是改制为股份公司的那一年，它的资本金从1200万美元增加到差不多2.4亿美元。

20倍增长的成就在很大程度上应当归功于比尔·所罗门任职经理合伙人期间所坚持的严格的资本留存政策。试举1967年的分配政策为例，我就是在那一年成为合伙人的。我的年薪是2.5万美元，外加按我在公司资本中所占份额5%的预付金，再就是用于支付所有预付金及附加补贴税项和慈善性捐赠的6000美元。偶尔也会有例外，但这要得到比尔·所罗门本人的批准。他严格控制额外现金的支取，特别警惕那种为了炫耀个人生活方式的消费。同那时相比，今天的华尔街在这一问题上的看法已经发生了彻底的变化。从80年代的经济过热时期一直持续到90年代，低级职位的“雅皮士”交易师和经纪人竞相购买豪宅和昂贵的跑车、开办奢华的派对。他们之中有的才20出头，而公司却袖手旁观，任由这些年轻人肆意挥霍。

公司合伙制形式对于比尔·所罗门及其合伙人的管理战略具有重要意义。同必须向股东报告的上市公司不同，我们有权自主地大幅降低证券的帐面价值，而无需担心这样做会对季度或年度收益数字有什么影响。从会计的角度看，比尔·所罗门的经营非常保守，但在商业竞争方面，他可是一点儿也不含糊。由于大伙儿的资本都捆在一起，而前途则取决于公司能否成功。在今天看来，合伙人身上的那股干劲和献身精神简直太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难得了。

不过，尽管有上述种种优点，但合伙制结构的确存在着一种极大的缺陷——无法满足快速扩张的公司对资本金的需求。不错，从60年代到70年代，公司的资本增加很快。但是，如果考虑到同一时期经济和金融市场的成长，那么这个数字实在算不上什么。从1961年到1981年，美国政府的债务从2590亿增加到1.1万亿，地方政府和州政府的债务从760亿增加到4440亿美元，公司债券余额从920亿增加到5440亿美元，未清偿商业票据从70亿增加到2150亿，股票市场从3870亿增加到1.1万亿。与此同时，住房抵押贷款市场——未清偿债务在1981年达到1.6万亿——正在加速发展，一大批金融衍生品流行起来，金融市场迅速迈入全球化的时代。

随着公司业务范围的扩大和深化，同传统业务——例如，利润很薄的美国国债业务——相比，对资本的要求也相应地提高。渐渐地，所罗门开始经营一些新的市场化的信贷工具，它越来越频繁地面临信贷需求扩大的挑战，通货膨胀和金融工具的证券化程度的提高进一步强化了所存在的问题。

增长如此之快，在旧的合伙制结构下，募集新资本的工作越来越勉为其难。最理想的普通合伙人当然是既有才又有钱，可惜这样的人很难找。同样，有限权利合伙人的招募也遇到困难，谁会愿意拿出一大笔钱却无权过问其经营管理（当然，他们对公司债务的责任也是有限的，这一点不同于一般合伙人）。在多数情况下，有限权利合伙人是那些早已超过退休年龄，不可能再为公司作出有意义的贡献的人。当然，并不是只有所罗门公司碰上这样的难题，近几年来，高盛公司——硕果仅存的几家合伙公司之一——已经转向机构投资者以满足其长期资本需求。最近，它举行了一次股票公开募集，完成了从合伙制向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股份制的转变。

与这一问题有关的另一方面是被称为资本存续的微妙话题。当年迈的合伙人退休之后，他们就转成有限权利合伙人，可以在此后的20年里继续获得高达占其投资资本20%的收入。他们也可以选择在一定的年限内逐渐地抽回他们的资本，这种制度进一步削弱了公司有限的资本基础。股份化缓解了这一困难，它允许上千名新的投资者以股票的形式购买公司资产。(具有讽刺意味的是，它同样也可能加快合伙人抽逃资本的速度。我怀疑有些合伙人利用这一机会分散风险，将手中的所罗门资产份额套现。当然，不会有人出来承认做过这种事。)

业务上的快速成长同时也给旧的管理结构带来了压力，这是公司改制的另一个动力。在整个60年代和70年代的绝大多数时间里，所罗门公司的管理结构一直是直线型的。主要的决策掌握在管理委员会——后来的经理委员会——其成员包括经理合伙人比尔·所罗门和6～7名合伙人，我本人即列名其间。(1972年，我晋升为高级合伙人。) 比尔·所罗门拥有不可思议的能力，善于招募和培养有天才的专业人士。他的风格是给我们留出充分的决策空间，这样可以培养一种分享责任的感觉。查一查曾在所罗门公司工作过的人的花名册，那上面净是些了不起的人物——太多了，此处恕不一一列举——他们的潜力和技能最初都是由比尔·所罗门发现和栽培起来的。

比尔·所罗门的另一大贡献在于他坚持要求各级员工保持较高的道德水准。对所罗门这样的公司来说，成功主要取决于客户和贷款人的信任，比尔一有机会就要反复阐明这一点。我还记得充分展现比尔领导风格的一件往事。那是在70年代早期的某次经理委员会会议上。一位债券交易师兴奋地打断会议向我们报告刚刚完成的一宗1亿美元的债券交易——在当年这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个巨大的数字——对象是一家机构客户。比尔问他，在这次交易中我们的利润有多少，这位交易师笑着说“一个点”。但是，在比尔·所罗门眼里，考虑到该笔交易的规模和这家机构客户对公司的重要性，这个利润太过分了。他立即指令负责这次交易的合伙人退还部分利润。不仅如此，比尔还在年终减少了这名合伙人的分红。在今天，这种做法会被视为失去理智。投资银行和它们的客户之间一度非常自然的信任和亲密的关系，如今已经被另一种交易驱动型伦理观念所取代——在每一笔交易中都要追求利润最大化。

同样，比尔·所罗门的管理风格也不适用于今天复杂的竞争环境了。直至 1978 年他卸任经理合伙人的时候，所罗门只是不定期地举行经理委员会会议，一切视需要而定，并没有事先的计划。公司里也没预算制度或计划会议。事实上，在我出掌整个研究部门之后的许多年里，我从未被要求过提供研究预算之类的东西。每当进行重大的交易或承销，大家总会征求比尔的意见，而公司的整个管理还是高度个人化和非正式的。简言之，高级合伙人并未作好管理一个大大扩张的复杂企业的准备。

所罗门公司交易业务的急剧增长不可避免地伴随着人员的增加。为了尽快建立起公司的管理队伍——比在传统的合伙制之下快得多——公司不得不为那些还不够资格担任合伙人或有希望晋升为合伙人的雇员制定出新的、非合伙人的头衔。在合伙人餐厅举行的早餐会——这是所罗门行之有年的老传统——似乎开始褪色，失去了从前那种亲密感。随着公司雇员的名单从 2 位数上升到 3 位数，记住所有职员的名字已经是不可能的了。

就这样，所罗门兄弟公司跌跌撞撞地进入了巨型公司的时代。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 所罗门的成长苦恼

要么做第凡内，要么做K-玛特，你不可能两样一起来。

交易量的巨额增长、投资资金的极度缺乏再加上高速的扩张导致的管理上的挑战——这些都是60年代至70年代期间华尔街公司化背后的主要推动力量。不过，在从合伙制向股份制的过渡中，每家公司的道路都不相同。就所罗门公司而言，公司制的转变几乎可以说是由意外的事件所促成的。但事实上，变革的条件早已成熟。这也是历史性转变的固有特性：广阔的背景提供了必须的要素，但只有经过个人行为的催化，变革才能成为现实。

菲布罗—所罗门合并

所罗门兄弟公司股份化采取的形式是同菲布罗公司合并，后者是一家巨型的商品交易公司。1979年，菲布罗公司董事长兼CEO大卫·坦德勒和公司总裁哈尔·伯列兹造访了我的办公室。此前，曾名菲利普兄弟的该公司同英格尔哈特矿物及化学公司进行了合并，结果却失败了。它从合并体中分裂出来后改制成为一家新的公开上市公司，公司名称也变成了菲布罗(菲利普兄弟的缩写——译注)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过——正如在1980年某一天伯列兹和坦德勒私下告诉我的——菲布罗希望扩大业务的多元化。该公司从商品交易中——主要是石油——赚了大钱。多亏了该公司高级经理路德维希·杰西尔森的远见卓识，菲布罗公司抢在1973年由于OPEC禁运导致世界石油市场价格大幅攀升之前购入了巨额的石油头寸。菲布罗坐拥大把的现钞，它现在的主要心思就是业务多元化。

在那以前，无论是两家公司还是我们（杰西尔森、坦德勒、伯列兹和我）个人之前都曾打过交道。我本来就认识几个菲布罗公司里的人，我们之间的关系可以上溯到德国老家。菲布罗公司的创建者是德国犹太人。伯列兹的父母就住在我的老家温宁，他们也是在希特勒掌权之后逃出来的。移民到美国之后，我们两家还有接触。虽说我从没见到伯列兹本人，但从我父母的嘴里已经知道他是一个很有远见备受尊敬的人。同样，所罗门公司和菲布罗也有过业务联系。不仅他们的商业票据是由我们发行的，甚至连他们跟英格尔哈特分家时也是请的所罗门公司出任顾问。

那天，在有关菲布罗公司投资选择的冗长讨论中，我建议他们考虑购入一家保险公司。坦德勒和伯列兹似乎很有兴趣，于是我安排了一次同迈克·弗林奎利的会议，他是在股票研究部里为我工作的一名公认的保险公司分析家。在投资银行家们和弗林奎利的帮助下，菲布罗向N.N.公司（西北国民保险公司）提出了收购建议。看上去好像全都说定了，但在最后一刻交易却失败了：Armco钢铁的出价比菲布罗的每股高出50美分，N.N.公司自然会另作打算。这是在长达一年的积极努力过程中，菲布罗公司最接近于收购成功的一次。

由于这样一层的工作关系，菲布罗寻找合作伙伴的消息自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然地引起了所罗门公司高级合伙人越来越多的注意。与此同时，菲布罗公司的经理在不断碰壁和倍感艰难的收购过程中也开始熟悉我们的公司。在这种背景下，伯列兹和坦德勒提出菲布罗—所罗门公司的合并建议也就不足为奇了。

这一建议在所罗门公司内部犹如投石激水，反响强烈。原因有许多。正如我在前文中所说的，在华尔街上，股份公司化已经成了越来越吸引人的前景。所罗门眼睁睁地看着主要对手们近年来纷纷上市，华尔街上的合伙制公司已经越来越少了。

不仅如此，当坦德勒和伯列兹提出合并建议时，所罗门自己正在极为困难的处境之中挣扎。1980 年末，利率像火箭一样窜升，3 月期国库券的收益攀升到 15.2%，长期国债的收益在 1980 年底达到了 12.3%。最优惠利率一升再升，很快突破了 20%的大关。收益曲线——长期收益与短期收益之间的差额——剧烈反转，短期债券的收益大大高于长期债券。在这种情况下，持有头寸的压力可想而知。

雪上加霜的是，业务活动——证券交易和投资银行业——的利润不足以像从前那样不断满足合伙人的资本基金的扩张需求，也即无法满足所罗门公司规模越来越大、越来越多样化的金融业务中的借贷需求。前文曾提到过，根据有限权利合伙人的权利条款，新近退休的合伙人撤回资本（或有可能撤回资本）的做法加重了保持永久性或可预测的资本基础的难度。所罗门兄弟公司还面临着另一个财务压力：许多新增的合伙资本来自于产权资本投资。从这些产权（油井、气井和其他股票），还有偶尔的股票和债券交易中所获得的利润被提取出来作为长期资本收益。

1981 年夏初，高度机密的合并谈判紧锣密鼓地开始了。在所罗门方面，全权负责的谈判代表是埃拉·哈里斯和理查德·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗森塔尔（两人都是合伙人，也都是经理委员会的成员）。在经理委员会内部，讨论也在反复进行，有时不免令人肝火上升，这主要是那些无法求得各方满意的问题所引起的。无疑，要把一家已经有 71 年合伙制历史的公司转变为股份制的想法当然会在合伙人中间激起种种不同的反应。退休的有限权利合伙人从前大多是现在的合伙人的导师，他们虽然没有投票权，但很可能反对甚至厌恶合并的想法。事实上，比尔·所罗门——公司创立者之一的儿子，公司中家族姓氏的代表——在得知决定后感到非常的沮丧。

即使在目前的人员中，合并的想法也引起了许多问题。是不是应该利用这次机会劝说一些普通合伙人退休？在许多情况下，回答是肯定，通知这些人的苦差则落在约翰·古特弗伦德和我的头上。在我的记忆中，那段期间参加的会议是最令人头疼的，那些被劝退的合伙人中有许多资深的人士。

另一个问题则是如何留住青年才俊。如果合伙人身份不再是晋升的阶梯，他们之中的佼佼者还会留在所罗门公司吗？幸运的是，埃拉·哈里斯提供了一个方案：向关键员工和一些低级合伙人提供一份新的富于吸引力的报酬组合。组合中包含了一个“影子基金”，共有 120 万股菲布罗公司的普通股，每股 30 美元。这些股票的持有者将在 5 年内按该公司股票的最高价获得等值现金。这个方案看来起了作用：公司化改制后离去的人手比预计要少。没过多久，华尔街上的另一家公司开始仿效埃拉的创新。

合并还不可避免地带来了适应性困难和权力之争。前一问题的解决要求两家公司不能各自保留以前的文化和风格，应该达成一定程度的协调，部分之和并不等于整体。权力的问题更加要命：会出现由一家公司控制另一家的局面吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按计划，合并之后的公司将命名为菲布罗·所罗门股份有限公司，公开上市，下辖两个分支机构——所罗门兄弟和菲布罗。所罗门公司经理委员会和菲布罗的高层管理人员出任公司董事。约翰·古特弗伦德和大卫·坦德勒任联合董事长。总裁由哈尔·伯列兹担任，董事会受控于菲布罗的人和由他们挑选的外部董事。

歧　路

没过多久，人人都可以看得出来，合并根本不能满足设计者的期望。作为设计师之一，我原来的想法是通过将两个交易巨人联合起来打造出一家具有全球性控制地位的公司。但是，文化、功能和市场方面的根本不同打破了一切希望。首先，证券交易和商品交易是完全不同的业务。所罗门的客户都是工业化国家里的著名机构，而菲布罗则同发展中国家和它们国内的公司做交易，商业行为的标准因此大不一样。其次，证券交易之后的交割要做得严丝合缝才行，而商品的交割则是一件非常复杂而又费力的事。第三，所罗门是一家具有高度创新精神的企业，而菲布罗却不是。

更为严重的是，两大实体的经营业绩出现了巨大的反差。显然，菲布罗公司的业绩在合并前后达到了最高峰，此后不久，它的收入和利润开始一路下跌。几种关键商品——包括石油，菲布罗在石油上持有重仓——的价格呈不规则的下降，与当时一般人的预测刚好相反。在合并完成 3 年后，菲布罗的营业利润从 3.64 亿美元猛跌至 1.65 亿美元。

与此形成鲜明对照的是，所罗门的业绩蒸蒸日上。我们在国债市场具有支配性的地位。我们巩固了自己在投资银行业中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的有力地位，这反过来加强了我们在公司债券上作为最重要的二级市场交易商的地位。我们是抵押贷款证券化的开路先锋，这是80年代兴起的一场运动，一连串新的住房金融工具纷纷登场，激活了停滞不前的不动产市场。东京办事处的利润超出了预期，这在很大程度上归功于茂明一的交易天才。我们继续致力于创新，开发出一系列新的信贷工具和技术，从原始发行折扣债券（OID，Original Issue Discount）到国库券增长凭证（CATS Certificates of Accrual on Treasury Securities）。所罗门公司的销售收入从1982年的23亿美元上升到1984年的34亿美元，利润在同期增长得还要快，从4.21亿美元增长到5.57亿美元。

截然相反的命运在公司内部造成了摩擦，这实在是很自然的一件事，摩擦很快升级为控制权的争夺。内部的纷争很快地扩散到外部董事，他们同任何一方都没有很深的关系。我和理查德·施密克就曾代表所罗门公司向两名外部董事进行游说：AIG保险公司的莫瑞斯·“汉克”·格林伯格和美国制罐公司的前负责人威廉·梅。我还曾同约翰·古特弗伦德一道前往南非拜会菲布罗·所罗门公司最大的股东，颇有传奇风采的哈里·奥本海默。尽管如此，不论是外部董事还是首席大股东都不愿意卷入管理层的纠纷，只是在经过了长时间的讨论之后才勉强接受了我们的计划。

最后，所罗门方面取得了胜利。约翰·古特弗伦德成为菲布罗·所罗门公司的惟一CED，摆脱了同菲布罗的坦德勒分享同一头衔所带来的尴尬。菲布罗的规模被迅速地缩小，其主要的管理人员很快相继离开公司。作为权力转移的标志，1986年，菲布罗的名字被取消了。新的公司名称比从前简洁得多：所罗门股份公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抛开所罗门和菲布罗之间的种种过节，所罗门公司在合并中可谓占尽了便宜。最主要的是，合并为我们带来了资本的规模效益，而这是持续发展的所罗门公司翘首以盼的。1981 年 9 月，就在合并前夕，所罗门公司的资本只有区区 3 亿美元。一年后，两家公司的净值合起来达到了 18 亿美元。由于菲布罗公司的缩减，我们获得了大量的现金，用于支持所罗门的快速成长。此外，公司化的体制方便所罗门通过发行各种短期或长期债券进入货币市场和资本市场。

大胆的杠杆化成长

即使拥有了如此雄厚的资本基础，所罗门对资本的需求仍未得到满足。随着市场继续快速地证券化和全球化，所罗门的资本需求仍在不断增加。在此期间，公司解决这一问题的策略——越来越依赖于杠杆化——开始令我感到不安，最终导致我在服务 26 年之后离开了这家公司。

当然，应该说所罗门向来就是杠杆化经营的。但是公司和新的管理班子将这一做法领进了一个新的阶段。从前的时候，合伙人谨慎地检查公司的杠杆化程度。事实上，那是一项相当简单的工作。当时的负债比现在少得多，主要由一些期限较短、质量较高的券种所构成（相对于此后 70 年代和 80 年代的债务）。因此，我对公司的杠杆化经营毫不担心。

有两个故事可以帮助大家了解上面的问题，它们都是我的亲身经历。1967 年，在我成为合伙人的那一天，西德尼·霍默打趣说，“你应该回家告诉太太，从今天起你背上了 10 亿美元的债。”我真的跟伊莲娜谈起了这回事，她立刻问，“你为什么要那样做?”我解释说，这些负债可以用高品质和流动性强的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产予以冲销。1972年初，有人再次提出了这个问题。那是在安德烈·梅耶，拉扎德·法拉利公司著名的掌门人，邀我共进午餐时谈起的。我们坐下来不到几分钟，他就开口问我，"考夫曼博士，你晚上怎么睡得着觉?"口气中没有一点开玩笑的意思。他接下去说，"你们公司一面持有巨额头寸，一面背着那么重的债。你是普通合伙人，一旦出了问题，你要用个人财产来偿还公司欠债。而在拉扎德公司，我们可不会这么干。每天早上我醒来时，心中很清楚我的制造费用会有多少，最起码不会超出已知的销售收入。"作为回答，我解释给他听，我们的库存每隔两天就会周转一次，其中绝大部分是短期的高品质证券。但是我怀疑梅耶根本没有被说服，他所遵奉的是欧洲投资银行那种严格得多的经营教条。

我继续留在所罗门公司。但是，到了80年代后期，我开始怀疑自己当初的决定是否明智。杠杆一味地加强，我开始怀着越来越大的担心每周检查我们的借贷状况。为了更好地揭示我们所承担的杠杆风险，我将衍生品和回购协议中未清偿的意外债务，还有附属公司的债务也纳入总债务之中。换句话说，加总而不是剔除。结果令我感到担忧，我开始在经理委员会上提出警告。有些委员赞同我的看法，包括迪克·施密克和埃拉·哈里斯，他们也在委员会的会议上提出了这个问题。但是大多数人对此却置若罔闻。

也许是为了表示对我的意见的重视。约翰·古特弗伦德要求经理委员会里负责公司固定收益债券主要交易领域的3位成员——汤姆·斯特劳斯（国债），比尔·佛特（公司债券）和刘易斯·拉尼埃里（抵押债券）——准备一份详细的报告，分析所罗门公司的杠杆和资产风险水平。但他们从未完成这篇报告，至少在1988年春我离开公司时还没拿出来。在我看来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家专长于债券创造和管理的公司居然对自己的杠杆和资产风险缺乏清楚的和系统性的认识，这实在是一种讽刺。

回想起来，经理委员会作为一个整体未能认真对待过度杠杆化的发展，其实并不奇怪。在当时的管理结构之下，公司无法进行整体的管理。不错，我们碰头的次数倒是够多的了。在比尔·所罗门当政的时候，我们只有不定期的聚会。如今，约翰·古特弗伦德每周二早晨和周四下午都要主持一次正式的会谈。但是，高级合伙人之间的责任划分倾向于鼓励摩擦、内斗和低效率。除了古特弗伦德之外，委员会中的每一名成员都负责一个专门的领域——公司金融、股权市场、抵押债券、市政债券，还有我负责的研究部等等。每个人在他自己负责的领域内都掌握着极大的权力。但是这样一来，公司却丧失了广阔的视野。同这种分裂状态相伴的则是不断加剧的紧张——平静表面之下的动荡，有时甚至连表面的平静也维持不了——表现为公司交易师和投资银行家之间的对立。他们在业务手段、抱负和文化方面由来已久的巨大差异根本无法调和。

从有合伙人开始，公司就没断过内部的摩擦，公司改制丝毫未能对此有所帮助。各部门和单位之间的激烈竞争使得经理委员会成员之间很难建立起个人的友谊。这是一个火爆的团体，其成员集野心、天才、竞争动力和精明狡猾于一身。可以想像，这样一群人坐在一起开经理委员会会议，会场气氛是绝对不会沉闷的。戏剧性的场面一个接着一个，每个人都把自己的意图埋在心底，而试图从别人脸上看出对方的想法。

离开所罗门公司：一个痛苦的决定

成员强悍的个性与组织机构的分裂导致公司对杠杆化问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的严重性缺乏认识。不幸的是，约翰·古特弗伦德采用了一种放任的领导风格，对许多问题视而不见。迁就那些创利能手的错误，对行为不检点的成员容忍让步。在我看来，凡此种种都在削弱企业的力量。古特弗伦德的远景规划经常被短期行为所破坏。公司根本没有制定一个规范的程序，用来决定资本配置或进行严格的利润风险分析——富有讽刺意味的是，这正是我们向客户提供的例行业务——我们不顾一切向前冲，很少关注支持业务增长的杠杆化操作是否存在问题。

高度杠杆化并不是导致我和其他几位高级合伙人离开公司的惟一原因。垃圾债券是另一个原因——低等级高收益的债券，80年代华尔街纷乱的经济过热的缩影。1985年，正是垃圾债券市场一片火热的时候，所罗门公司的几位高级经理提议我们向德雷克塞·伯恩海姆公司——这家公司在迈克尔·米尔肯及其下属的努力下，已经成为垃圾债券市场的开路先锋和领导者——发起挑战，大举介入垃圾债券业务。我对此表示反对，并且在一个广泛的哲学基础上阐述了我的看法。

不错，如果经营垃圾债券，我们的获利将非常可观。但是，将主要精力转向这个领域会使我们丧失企业的远景和专注于核心业务的能力。简言之，你不能既是第凡内珠宝店又是K-玛特商场。在投资级别的业务上，所罗门有许多工作可做，不论是在国内还是在国外。大力转向低级别的债券会令我们的传统客户不知所措，甚至可能会发生利益冲突的情形。不仅如此，转向垃圾债券市场意味着资本头寸的进一步杠杆化。在某种程度上可以说，甚至连我们自己的信用评级也岌岌可危。我也许可以接受适度的参与，但绝对不可以把它定为优先的业务转型。

1986年，约翰·古特弗伦德宣布在所罗门内部设立一个新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的高阶管理小组。这一做法强化了公司由合伙制向公司制的转型，它将管理控制权集中在一个核心的五人小组手中。但是，组织重组还包含着更深刻的重大意义。那些进入新设立的董事长办公室——我本人不在其中——的人选明显偏重于较高的风险操作，特别是公司的杠杆化经营。

公司合并几年后，我被大卫·坦德勒推荐为副董事长，作为对方推举菲布罗公司的汤姆·欧玛利为副董事长的平衡举措。当古特弗伦德将设立新的最高级管理小组的计划（其中没有我的名字）告诉我之后，我告诉他自己将同时辞去副董事长和董事的职务。长期以来，我一直反对公司依赖杠杆化经营。在我看来，古特弗伦德的最新决策已经走向了错误的方向。此外，将我排除在最高管理层之外的做法将解除我对公司政策施加影响的能力，将破坏所罗门公司研究部的客观性。而且很可能将我置于在董事会面前同高级管理人员发生立场冲突的尴尬境地，而董事会本身对业务的复杂性并不了解。这样的处境在政治上将是灾难性的——对副董事长来说尤为如此。

约翰对我的立场大为吃惊。不过我们两人都不打算让步。我辞去了那两个职务，更重要的是，认识到自己恐怕无望在所罗门公司里终生供职，我开始为彻底辞职做准备。

结局比我料想的来得早一点，所罗门公司又采取了一个在我看来完全错误的战略步骤。1987 年，我参加了一个由高级经理组成的任务小组，我们召开一系列冗长而耗神的会议，各个营运部门的首脑在会上讨论利润、管理水平和弱点以及行动计划等。紧随其后的则是一系列令人震惊的决策。公司将加快步伐开发利润边际高的业务（例如垃圾债券），关闭商业票据和市政债券部。

从表面上看，商业票据业务不赚钱。但是，它毫无疑问是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的一项关键性功能，应该予以保留。所罗门的商业票据业务帮助我们保持同财政部和大公司首席财务官的联系，对于公司争取其他业务具有极大的帮助。即以市政债券部为例，二级市场交易的回报微不足道，但承销新债券上市一般来讲却是利润丰厚的。不幸的是，在公司战略的讨论中，代表这两个部门的人力量不够。

此后不久，我告诉约翰·古特弗伦德，我将在1988年3月31日正式辞职。我建议年底再宣布这一消息，这样可以让我结束自己在公司报酬委员会里的工作。约翰和董事长办公室里的其他人试图劝说我不要离开。但是我很清楚，公司正在朝我全力反对的方向发展，不论我说什么都无法挽回。

在我留在所罗门公司的最后日子里所发生的戏剧性的插曲，给出了华尔街股份化之后管理层利益偏离的重要教训——也就是说，高级经理们不再像合伙制时代那样以公司的长期利益为重了。

事情始于1987年11月，著名的金融家罗纳德·佩尔曼企图收购所罗门兄弟公司。急于找“白马王子”救驾的约翰·古特弗伦德求助于沃伦·巴菲特。后者同意向所罗门公司注资7.5亿美元，以换取年息9%的可转换优先股。初看起来，挽救行动似乎完美无缺：佩尔曼失败了，公司维护了自己的独立性。所罗门公司的高级管理人员在作出这一选择后成功地保住了自己的地位，这是第一位重要的。

事实上，当时完全存在着另一种可能性。董事会里就有一位莫瑞斯·“汉克”·格林伯格先生，他是美国保险集团（AIG）的，我确信他有意让自己的公司吃下一大块所罗门的股票，击退佩尔曼的挑战。可是他没能得到这个机会。如果两家公司真能合并——完全有这种可能——其结果将是一个强大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的国际金融机构。照此推理下去，AIG的介入及其影响很可能会保护所罗门公司免于此后不久厄运缠身的丑闻。但是，在所罗门公司的董事会里，没有人不知道格林伯格那套事事过问的管理风格，这很可能是约翰·古特弗伦德和董事会其他成员都不愿意求助格林伯格的关键因素。

对我来说，离开所罗门公司是一个令人痛苦的决定。我本人就是一个表面上极为成功的故事的一部分，所罗门兄弟公司从默默无闻成长到跻身于顶尖投资银行之列。幸运的是，我是在一个正确的时间加入到一群独特的天才人物中间，在公司崛起的每一步中都洒下了我的汗水。事实上，今天我能够离开公司独立开业，这本身就得益于过去30年间我们的共同成功。

从合伙制到股份公司制，从交易证券到卷入高信用风险的交易，从捍卫客户关系到非人性化的交易风格，所罗门公司所走过的道路也是战后岁月里整个华尔街的广泛变革的一个缩影。从全球金融市场变革的背景来看，所罗门公司的经历之中包含着有关今天投资银行业领导者所面对挑战的重要经验教训。

华尔街的公司化是大势所趋，它推动了华尔街上金融机构的兼并与整合。今天，公司已经变得巨大和多元化。有些公司变成了其他金融机构，如商业银行的附属单位。而另一些公司则将商业银行和保险公司变成了自己的分支机构。不论怎样，这些大型机构高级管理人员的任务已经变得越来越令人望而生畏，关于这一点，我会在本书最后一章再进行讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　全球商业与金融的美国化

美国是当今世界上经济民主化最充分的代表。

我经常到国外进行商务旅行，特别是欧洲和日本。在此过程中，我越来越清楚地认识到，美国拥有一套独一无二的商业和金融运作的方法。也许是在德国的童年经历令我对跨文化的差别特别敏感。令我印象最深刻的不仅仅是美国商务会议中的那种非正式的气氛和比欧洲和日本对手更快作出决定的倾向。他们愿意适应变革和积极创新的精神同样让我赞叹不已。这些差别是向来就有的，但是直到20世纪的最后10年才成为人们注意的焦点，美国人表现出引人注目的弹性和适应能力。这些技能在美国面临新的竞争挑战之时表现出不可估量的价值，美国经济由此实现了20世纪以来最长的一次持续性增长。

在90年代的后8年里，商业保持了活跃的增长，这标志着我们迎来了20世纪最长的一段持续增长。繁荣带来了商业利润和金融资产价值的巨大增加，就业也出现了大幅上升。美国家庭持有的金融资产净值上升了令人吃惊的1.2万亿美元，差不多增加了50%。近年来，美国人均财富一直领先于全球。这一经济上的成功——再加上政治稳定和无与匹敌的军事力量——在全世界范围内掀起了经济和商业的美国化热潮。

全世界所有地方的企业和政治领袖都在羡慕美国的经济霸主地位，或把它作为努力竞争的目标。美国经济力量已经到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无人争锋的地步。我们的经济价值观也许没有赢得一致的赞同，但至少受到普遍的尊敬。我们在金融市场上的创新很快被其他地区模仿，尽管他们有时并不情愿。所有这一切似乎都说明，美国的力量是不可动摇的。当然，在我们的经济体系中还存在弱点和难以解决的问题。但是，在持续的经济增长和繁荣的映衬下，甚至连它们也不足为虑了。例如，现在每个月里都有大批遭受长年失业厄运的人找到就业机会。以这样或那样的方式，各个社会阶层和不同背景的美国人都能从强劲的经济之中获益。

这种局面绝非天经地义。可以与之相比的只有50年代的情景。与90年代相仿，50年代的美国坐拥政治和军事上的霸主地位。在此期间，经济增长势头良好（间有短期和温和的衰退），通货膨胀率低，失业率相对不高，联邦预算接近平衡，美元坚挺。50年代到60年代初期是美国经济和政治史上如日中天的一段日子。

在此后的30年里，黄金时代步入了衰落。越南战争不仅是军事和战略上的梦魇，而且也是经济政策遭受失败的一个时期，由此产生了一长波高水平的通货膨胀。接下来则是美元贬值，政府赤字失控，两次严重的石油危机，工业领先地位的丧失和近乎衰竭的金融过热。只是到了最近——随着柏林墙的倒塌和苏联的解体，冷战结束了——美国才重新赢回了它在世界舞台上的大部分政治和经济地位。

请读者考虑一下另一种——不难想像得到的景象。如果冷战一直持续下去，世界将会变得同今日大不一样。德国尚未统一，也没有今天那种在欧洲经济中的支配地位，当然，德国同时也就不必背上国家统一所带来的沉重的金融负担。西欧对美国的态度将比从前冷淡下来，他们更加不愿意改造历史悠久的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司经济和金融结构。东欧也没有开展私有化。意识形态上的分歧将继续阻碍大多数拉丁美洲、非洲和像越南这样的新兴地区的经济进步。其结果将是，整个国际金融市场和商业的美国化也不会像近年来这样发展迅速。

假设毕竟只是假设：历史的力量创造出一种强大的动力，它让所有人都不得不正视这一变化，许多人则接受了美国化的信条。但是，反过来它又对不完善的美国的经济民主提出了一些基本的问题：美国化的实质是什么？它是怎样取得如此伟大的成就的？它是一个适合别的国家仿效的模式吗？模仿美国式的方法和机构，或将其移植到另一种政治实体中，而又不希望引发不愉快的或坚决的抵制？此外——记住史诗中那艘由极度自信的人所操纵和建造的永不沉没的巨轮——美国大神的弱点在那里。显然，美国化也有黑暗的一面。

经济民主化的观念

我这里所说的商业和金融的美国化究竟有哪些涵义呢？应该说，在这一现象中包含着许多不可缺少的要素，很难分别予以界定。它的最接近的表述应当是经济的民主化。当然，民主本身也是一个复杂的概念。在字典里，民主的意思是“平等主义”。问题丝毫没有因此而得到简化，平等主义的概念中包含了两股强大的相互矛盾的思想倾向。

平等主义的表现之一是消除经济差别。这就是众所周知的“社会民主”的指导原则，它是过去半个多世纪以来欧洲和日本的政府和政治活动中的主流组织原则。这一原则如今正在受到挑战，结果如何尚在未知之数。社会民主党人追求的是回报的平等，而不仅仅是机会的平等。他们对市场感到极度的不舒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

服，特别是在某些时候市场所强加的残酷的逻辑。因此他们反对市场所给予的差别极大的奖励和惩罚。社会民主化原则经常导致引入改善不平等状况的机制，例如陡削的累进所得税，将财富进行再分配。与自由市场的拥护者看法相反，社会民主主义者对政府、商业和金融界之间的亲密关系毫不介怀，在他们眼里，“各阶级合作主义”本来就是福利国家的一部分。

另一种经济民主化思想——以美国为例——产生了一个完全不同的平等主义传统。在这一传统中，无偏见，而不是社会民主成为最重要的指导信条。机会的均等，而不是收入的均等拥有优先权。社会民主党人诉诸立法、选举的官员和优秀的官员来分配经济的和金融的成果，而自由市场民主党人（一个不很合适的说法）则诉诸市场的力量来决定上述各项。他们接受自由市场体制下的现实，赢家和输家之间巨大的经济上的差别是正常的和不可避免的。在纯粹的自由市场民主主义信条中，这种优胜劣汰的过程是公平的、有效率的和必要的，它可以取得经济增长最大化的效果。

许多美国人对自己的竞争性经济民主持矛盾的态度，他们对它的某些极端表现明显地感到困扰。这种矛盾可以从制约商业和金融企业行为的种种检查和平衡手段中看出来，它们是多年来被植入市场体系的。即使是在非管制化的浪潮之后，管制条例依然无所不在。美国税法如水银泻地般渗入输赢游戏，从温和的累进所得税一直到严厉的遗产税。不论在地方、州，还是联邦，政府都在经济事务中充当着一个活跃的角色。与此同时，美国的社会保障网络——当然比不过欧洲——涵盖了从每一个需要特殊帮助的正式公民到一连串产业（其中最著名的当属农业）的广阔范围。

同样，我们的体制无法容忍竞争的残酷性——失败和倒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

闭——特别是涉及到大公司、大银行和其他企业时。在美国这种不完善的经济民主制度下，这些实体因为“太大了”而不能倒闭。从历史上看，每当他们陷入严重的困难时，政府——在权衡了直接的社会和经济成本之后——总是表现出一种扶危济困的气魄，用贷款担保、税收豁免或其他种种手段挽救这些大公司。在市场资本主义的严厉规则之下，这些公司应该自己去忍受市场规律带来的苦头。事实上，市场纯粹主义者会驳斥说，摇摇欲坠的企业从分类上讲属于虚弱的群体，它们的倒闭对经济是有益的。

由于各种形式的政府介入，美国资本主义实际上是一种不完善的经济民主。既不是“纯粹”的市场资本主义，也无意往那个方向发展。尽管如此，比起当今世界上其他的地方，美国的经济民主是最近于纯粹的。那么，什么是美国经济民主的本质特征呢？

美国独特的经济民主

经济民主化的理想表述是完全由市场来控制商业活动。由活跃的市场执行公司控制，而公司的惟一运营目标就是股东的利益，而不是内部人士的或所谓“大所有者”（工人、社会团体、政府等等）的利益。这绝不是说，成功的企业必定是反社会的或剥削性的。相反，彻底的市场资本主义的拥戴者们认为，能够在激烈的竞争中脱颖而出赚取利润的公司正是那些能够供应稳定的税收收入，动员投资，创造和保持工作的企业。简言之，它们是经济增长的引擎。

这种说法恐怕未必尽然。它意味着在技术和生产工序不断变革的背景之下人员和资源的不间断的剧烈调整，公司经常会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抛弃不再赢利的业务。尽管在这一过程中股东的价值得到了保护，但其间却充满了痛苦和风险。

活跃的市场对公司的控制表现为大量的合并、收购、多元化，还有其他形式的结构调整。敌意收购（它们同一般人所想像的大不一样）被视为理所当然。事实上，许多投资者不仅接受通常的公司重组，视其为灵活的市场经济的一个天然特性，他们甚至欢迎它作为美国经济民主的特性。根据这种商业哲学，新的合并、新的业务流程、新的组织结构、新产品和新的经理都会鼓励持续的创新。商业环境在以前所未有的速度进行变革，今天的领导者无法确保他们在明天的市场里的支配地位。

我认为，这种看法同样有失偏颇。首先，稳定并不总是创新的敌人。多少了解一些在他们所熟悉的竞争性领域中将会发生什么变化的企业更有可能投资于对此一无所知的企业。正如哈佛商学院教授霍华德·斯蒂文森所表明的那样，预见力是商业成功的一个基本要素。不仅如此，许多公司合并的构想纯属一厢情愿，完全是浪费，他们未能创造出比从前分立时更有效率和更有竞争性的企业。

美国式经济民主的另一个突出特点是高度的透明和解释度。以投资者为导向的企业必须披露基于普通会计标准的有用信息，以便投资者了解企业的现状并同其他公司进行对比。诚实的会计统计和准时的报告是至关重要的。很难逃避披露信息的责任，极少数试图侥幸瞒天过海的企业常常要付出沉重的代价。

在美国，确保商业企业充分披露有关营业状况的信息以便投资人对企业有充分了解的工作是证券及交易委员会（SEC）的工作责任，这是一家备受尊敬的管理机构。SEC已经赢得了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东卫士的令人生畏的头衔。美国式经济民主中还包括有尽量弱化企业破产所造成的冲击的机制，这就是所谓的预期破产，由此可以令有关各方的损失减小到最少。例如，我们还建立了一套相当复杂并且使之有效的企业破产的程序框架，由一套专门的法院系统加以监督，它为解决令人不愉快的处境提供了有序的手段。

在企业与政府的关系问题上，美国式的经济民主也有其独到之处。我们努力在双方之间保持互不干涉的距离，让双方都能获得高度的独立性。但是，在美国，政府和企业之间的关系可不只是互不干涉那么简单：它们之间明显志不同道不合。每一方都对对方充满了不信任，这可以从 20 世纪充斥美国法院的数千件企业行为案件中得到证明。这同主要工业化国家中政府和企业之间普遍的亲密和合作的景象形成了尖锐的对比。在美国，反托拉斯诉讼、环境保护令、公平就业机会控诉等等早已是司空见惯。民事法庭系统在仲裁争议方面表现活跃，而产品责任诉讼在保护消费者方面的力度大大高于其他的发达国家。

由于双方之间关系的这种性质，政府的行为经常表现出不连续性，这一点既表现在同一管制机构身上，也表现在不同管制机构之间的矛盾之中。例如，为什么一方面联邦政府鼓励汽车公司降低排放量，减少每小时英里的油耗，而在另一方面却维持着工业化国家里最低的汽油税，从而鼓励人们对汽油的依赖进而增加了污染？

不过，重要的是认识到，总的来说政府方面在同美国企业界打交道时采取了一种实用主义的手段——常常给人留下政策不连续印象的实用主义。联邦政府常常发现自己不得不支持那些同政治权势结盟的产业。例如，它曾在能源市场供过于求的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候向乙醇产品提供补贴。此外，众所周知的是，联邦政府一向支持出口商，不仅动用保护性壁垒，而且也通过（特别是近几年）进出口银行和有争议的贸易使命来达到这一目标。

当然，有的时候政府和企业之间的关系也会来个 180 度的大转弯，前嫌尽释。在政府眼里，有些企业太重要了——不论是考虑到国内政治因素还是国防需求——不能坐视不管，任其倒闭。近几十年来，每当这种企业遇到麻烦的时候，政府官员总是毫不迟疑地直接介入。70 年代末期挽救克莱斯勒公司和洛克希德公司的做法就是最好的例证。我们也应当承认，强大的华盛顿院外游说集团的确取得了一些成功，让联邦政府作出有利于他们，当然也就是有损于大多数人的决定。尽管如此，规则的例外恰恰说明了规则的存在：美国很可能是当今世界上经济民主化最充分的表现形式。

在美国的体制中，政府必须既当裁判员又当运动员。这绝不意味着政府应当控制商业决策。但是，为了确保透明的信息披露，SEC 和其他的独立管理机构就必须一如既往地代表股东监督公司的行为。不管怎么说，在美国至少没有联邦一级公司，从而有可能对在多个州开业的企业施加某些看似不起眼但却至关重要的限制。美国宪法将商业股份公司局限于州一级——对此有明确的限制——由此产生了对像 SEC 这样的能在全国范围内提供监督的机构的需要。

在美国，企业和政府之间的矛盾关系最明显地表现在公司联合和金融集中化的问题上。自从 1890 年通过《谢尔曼反托拉斯法》以来，联邦官员一再试图动用该法最大限度地消除“交易限制”行为。反托拉斯诉讼已经成为商业与金融史不可分割的一部分。但是，美国政府在公司联合问题上的立场忽冷忽热。在美国，许多大的产业——如银行和保险业——只是因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为管制的原因才不能够像别的工业化国家那样形成产业集中。正如最近的洛克希德—诺思罗普合并案所揭示的，哪怕是在同一个行业内，政府也可以很快地从赞成联合转变为反对联合。不过，在许多情况下，允许大工业的联合达到一定的水平，但绝不允许（除非是受管制的公共设施）垄断。在美国，核心产业的典型模式是寡头，一种希望既能保持某种程度的竞争同时又不妨碍高度联合的妥协形式。

在有关外国人对本国企业的持有和控制的问题上，美国人再度表现出左右摇摆的特性。在绝大多数情况下，外国投资者非常受欢迎。特别是那些能够保持美国公司竞争力的投资，例如丰田公司和本田公司在美国开设工厂。为了吸引外国公司，各州竞出奇招。有不少州在国外开设了漂亮的投资办公室，用打动人心的税收折让吸引外国投资。不止一个州长将连选连任的希望寄托于在这方面的成功上。

可是，外国人购买美国的财产，不论是工业资产还是不动产，却会招致来自不同方向的严厉指责。这种局面往往周期性地出现。在外国人收购美国著名产业（具有极大的符号价值）时尤为如此，最典型的就是几年前日本投资人买下洛克菲勒中心和加利福尼亚卵石滩（Pebble Beach）高尔夫球场时的情景。与此同时，在某些产业中（特别是国防和电信业）则禁止外国人投资和控股。开放市场不是绝对的，实用主义和国家利益都有一票否决的机会。

美国式经济民主还有一个主要的特征，那就是广泛的信贷准入，这是一种植根于历史的传统。与德国和日本通行的主办银行制不同，只要能够证明自己拥有足够的信用价值，美国公司从来都不放弃要求进入开放信贷市场的权力。今天，任何规模的美国公司几乎都可以进入公开市场，差不多无需顾虑信用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评级。这又是美国金融市场体制的一项独有特征，令别的国家望尘莫及。欧洲和日本的公司已经开始步入公开市场了，在未来的几年内它们将取得更多的成就。银行在提供公司信贷方面的份额相对来说大一些，它们将继续抵抗以免丧失其优势地位。但是，从长期来看，证券化的解决方案将赢得最后的胜利。

全球金融市场的美国化

美国式经济民主的关键性特征——股东价值优先、透明度和解释性、企业和政府两条心，以及外国投资和信贷市场的一般开放——同时也是美国金融体制的特征。一个高度非中央化的经济体制将不可避免地导致形成一个非常具有企业家精神和拒绝政府干预的金融体制。同整体经济一样，美国金融市场的哲学基础也是适者生存的达尔文主义。至多也只能说它是质朴的。例如，它禁止勾结性的行为，蔑视消除赢家和输家之间差别的企图，比方说日本式的“保驾护航”。

如果说这些美国式的经济民主的一贯信条正在全世界传播开来，那么走在最前列的正是美国金融界的最新的特征。事实上，我们可以从 7 个主要的金融业务领域中观察到全球金融市场美国化的现象。

首先是金融资产的证券化。在对传统贷款进行集合，包装成为可以在公开信贷市场上再出售，并且在市场上拥有定价和连续交易的金融工具的业务中，美国表现出令人望尘莫及的高效率。证券化——最初出现于 60 年代的商业票据市场上，后来发展为美国抵押证券市场上的爆炸性增长——在近年来已经成为一种真正的全球性现象。现在，全球市场上充斥着各种各

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的抵押贷款债券，从汽车贷款、信用卡应收帐款，直至最近发展起来的日本银行在美下属机构发放的商业贷款。

第二，一个又一个国家开始重视业绩驱动型的资产管理方式。新型的机构投资者极大地改变了现代资本市场的性质。仅仅在一代人之前，在金融市场上占统治地位的还是保险公司、银行和富豪家族的个人信托。这类投资者通常信奉买进一持有的投资策略。根据当下的资产价格所进行的投资组合市价估值的业务几乎不存在。然而，从 80 年代以来，这一切有了极大的变化，而且绝大多数变革是由美国发源的。

一开始，新的公司养老基金和州及地方退休基金纷纷设立，培养了一支职业有价证券经理人的队伍。竞争是极为激烈的，基金经理们身上的压力也越来越大，必须作出上佳业绩才行。这种局面反过来促成了在许多市场领域中衡量证券组合业绩的简明技术的出现。像“信用计分”之类的方法开始流行起来，借款人摆脱了地域限制，银行家同客户的联系不像从前那么密切了，借贷双方的关系逐渐失去了个人色彩。

从积极的方面来看，美国的金融体制比其他国家——包括资本主义国家——更为开放和敏感，并且这种优势在逐年增强。在开放的信贷市场的支持下，证券组合经理们越来越不愿意持有不盈利企业的证券。它的积极效果就是为新的商业机会打开了投资大门。但它也同样鼓励借款人和证券组合经理们越来越关注短期业绩，竭力争取提高业绩、击败竞争对手。人们的期望值越来越高，刷新记录的时间也越来越短。相应地，他们的投资策略也越来越注重交易而不是战略性投资。

第三，证券业绩的指数化，这一趋势已经扩散到了其他主要国家的金融中心。这主要是在一小部分著名的学院派经济学家的鼓励下发明和发展起来的。在许多主要的金融中心里，特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别是在养老基金领域中，越来越多的大型机构投资者开始迷恋别的货币经理的业绩，并且以为自己也可以做得一样好——至少在牛市期间可以做到——只要照搬固定收益指数的投资组合就行了。市场上崛起了一个新的行业来提供这些服务，以规模效益和相对低廉的收费为其特点。

就像近20年来其他那些由美国领导的每一次金融革新一样，指数化也是危机和收益并存的工具。在资产价值上升期间，指数化的表现大致与预期一致。但是，在熊市期间，它所带来的麻烦可要远远超出表面上的价值损失。1997年的亚洲危机证实了指数化隐藏着的黑暗面。由于信用评级机构将许多亚洲发债人的信用等级从投资级降到垃圾债券的地位，许多指数化投资人突然发现自己不得不挤在一片混乱的市场中竞相抛售。与传统的债券不同，指数化债券缺乏独立的信用评估。在上述那些不稳定的局势中，许多客户遭受了严重的损失。

表现为对冲基金和其他战略形式的高度杠杆化，是近几十年来美国领导的全球金融浪潮的又一个方面。采用这一策略的投资者位于投资回报谱系的一端，另一端是买入持有的投资者和指数化投资者。他们在金融、外汇和商品市场中持有巨大的风险头寸，以此获取极高的回报率。而提高杠杆水平则是这类投资者改善收益的主要方法之一。

对冲基金只不过是采用杠杆化操作的众多机构之一。传统的机构，从银行、保险公司到证券公司和非金融公司的财务部也都运用这一手段。后者之中有些还设立了专门单位，像独立的对冲基金一样运作。其中的一些佼佼者创造了现代传奇，在追求回报最大化的过程中打败了行动迟缓的机构，甚至连中央银行也败在他们手下。他们可不是讲情面的投资人，如果手上的头寸不能赚钱，他们会毫不犹豫地结清出场。他们常常是金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融市场波动加剧的罪魁祸首。他们在市场上还只是潜在的力量，但数目却在快速地增加。

80年代以来，衍生品开始成为金融市场上的一项主要业务。推动衍生品革命的美国公司如今在一个广泛的领域中开展业务：发起、销售和交易形形色色的互换、期货、远期合约、期权以及混合而成的复杂工具（它们统称为衍生品)。这些金融工具创造条件将风险转移到愿意承担这些风险的投资者手中。衍生品为提高证券管理的杠杆率提供了可能。由此，赢家可以倍赢，而输家则会倍输。许多衍生品是高度复杂的金融工具——超出一般市场人士的理解水平——再加上金融衍生品交易合约的法律地位没有得到很好的定义，输家往往会起诉他们的对家。由此可见，衍生品集中了美国式经济民主的几个主要方面：创新、高回报和争讼不已。

第六项是共同基金。尽管共同基金是英国人的发明，但无论从规模还是范围来看，它毫无疑问已经变成了美国货，它的身影在整个金融世界里无所不在。他们也是金融市场上风险民主化的一种主要手段，一种积极响应乐观的美国人信念——每个人，不论其财富多少和对金融市场了解多少，都有通过股票和债券赚钱的天赋权力——的投资形式。可是，在金融市场上赚钱可不是件容易的事。因此，共同基金也是一样的令人喜忧参半。

在过去的10年里，由十几家巨型机构牵头，共同基金得到了长足的发展，拥有了巨大的份额。此后，共同基金在欧洲也得到蓬勃的发展。在日本，这个市场还没有得到开发，但其潜力则是无穷的。请看下面的对比数据：在日本家庭持有的金融资产中，有60%都属于某种形式的存款——也就是固定资本面值和没有市场风险的金融资产。在美国，情况刚好相反，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有15%的家庭金融资产采取了存款或货币市场基金的形式。他们拥有2万亿美元的共同基金，接近6万亿美元的普通股票，还有2万亿的信用市场工具。这还不算他们透过养老基金和其他金融机构持有的股票和债券。美国化就意味着承担风险。

如果要总结美国式经济民主的利弊，我们可以这样讲：从积极的方面来看，它创造了强有力的变革和效率的机制。它倾向于推进各个层次上的资源配置最优——公司、国家和全球。它推动了激励创新和竞争的企业家精神的发扬光大。它尊重投资者，要求充分的信息披露，惩罚那些试图破坏透明度的行为。它鼓励活跃的风险资本事业，扶持令人激动的新事业，特别是在高技术的领域中。它在全社会范围内推广了承担风险的观念并且培育了对于利润的健康意识。就它能够动员整个社会中的各个组成分子充当投资者这一点而言，它打破了某些强权巨贾的神秘，缩小了社会内部的阶级差别。

不过，尽管有上述种种了不起的优越性，美国体制还远不是完美的。相反，它面临着许多复杂的挑战，必须引起重视。

首先，美国式的经济民主有一种内生的过热倾向。这在80年代表现得非常明显，商业不动产超常发展，杠杆化程度很高的公司纷纷出现，它们在随后的经济波动中表现得异常脆弱。近年来经济形势的发展好像是在重复这一现象。例如，许多交易是以股票膨胀的票面价值为基础的。问题在于：万一股票市场出现风吹草动，结果将会怎样？各种情况都有可能：也许是因为经济开始过热并且通货膨胀形势恶化所导致的利率提高；也许是由于公司收入下降导致的利润减少。

其次，美国化并没有消除商业周期。相反，商业周期的效果被迅速地传递到资产价格上，从而加大了制定适宜的货币政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策的难度。其主要原因来自金融市场上家庭投资者的预期。由于美国家庭将越来越多的资产投资于证券和共同基金，后者的价值总是处在起伏之中，他们对股票和债券价格下跌的反应远远超出两者上升时的反应。由于“财富效应”的影响，这会导致消费循环的放大。

第三，美国化也许可以提高经济效率，但却给中央银行带来了很大的麻烦。最大的挑战是在制订货币政策时如何解决金融资产价格的变化问题。中央银行常常陷入左右为难的境地。如果它想通过紧缩信贷的方法干预股票价格，那在政治上讲实际上是行不通的。由于共同基金为普通人提供了广泛参与股票市场的机会，股票价格的上升事实上受到所有人的欢迎。对市场中投机泡沫永久化的担心事实上根本就不存在。相反，每当市场出现一次下跌行情，中央银行总会受到压力，要求放松银根，而不管当时的经济条件如何。

最后，打算模仿美国式经济民主的国家一定要记住，由创业精神驱动的高速运转的金融体制还要求有一套与之相应的严格的和灵敏的监督系统。商业银行在信贷创造系统中的重要性的下降强化了官方监督——特别是中央银行——的重要性，这中间并不矛盾。因为银行是顾客们最后的贷款人，一旦进入公开信贷市场的大门被关上，对银行信贷的需求就会立刻增加。亚洲金融危机的教训证明了上述看法。美国和其他主要工业化国家的金融当局没有对向韩国、印度尼西亚和泰国借款人所发放的短期贷款进行充分的审查。

由于越来越多的国家，特别是发展中国家，开始模仿美国的政治和经济制度，我们的决策者，还有其他主要发达国家的决策者们有责任帮助他们避免和尽可能减少由此产生的损害和破坏。负起责任的最好方法之一就是时刻监督国际借贷活动的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

异常表现。最好的教训就是美国在近几十年来对拉丁美洲和亚洲的贷款。简单地说，没有人强迫美国贷款人这样做，他们完全是自愿的。归功于国际信贷市场的不断开放，债务流动在近几十年里越来越放松。不幸的是，新的市场缺乏内生的机制来约束场内人士的行为。

美国和其他自由市场国家借款人都认为，国际商业和金融活动的美国化是迈向自由和开放的积极的一步。但是，正如 80 年代和 90 年代的外国贷款危机所表明的，不负责任的借贷实际上很容易导致经济和金融的帝国主义。在这种情况下，一旦借款国家发现自己无法偿还债务，其结果将是一连串的悲剧：货币贬值，高度通货膨胀和普遍的贫穷化。这反过来又让发达国家的投资人有机可乘，以低廉的价格买下负债国的资产，进入该国市场。也许某些投资者和机构可以从中获利，但这决不是在发展中国家推广经济民主的好办法。不仅如此，在这样的局面下，一旦美国经济遭受较大的挫折，工业化国家商业和金融民主化的进程就随时可能逆转。

金融业务关系的非个人化

在美国式的经济民主化过程中，还有一种尚未引起足够重视的突出特征，那就是贷款人、借款人、证券组合经理和投资人之间关系的非个人化倾向。富于讽刺意味的是，二战以来美国所取得的引人注目的经济成就——包括 90 年代初期至今的当代经济繁荣——却未能在投资者中间产生一种安全和轻松的感觉。相反，尽管美国取得了伟大的经济成就，但人们却总有一种挥之不去的不安定感，这可不是仅仅对道－琼斯工业平均指数或其他经济统计数据进行一番客观分析就能解释的。它反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

映了由于环境的不确定性，意外的发生，以及个人间联系和业务联系拆解等等所导致的深层感觉。激烈的变革和个人化色彩的淡漠强化了这些不满和不安。

为什么变革会产生如此大的影响？首先必须承认，绝大多数人是习惯的创造物，我们在外部关系中更喜欢重复和不变。但是，在经济和金融领域中，由于基础结构不断发生戏剧性的变化，预见性和可靠性已经越来越难以取得了。

技术的进步令人措手不及。秘书、撰稿人、印刷工、图书馆管理的工作性质发生了根本性的变化，他们不得不努力适应一个电子化的世界，会计师们必须同时做试算表的专家；就连美国邮政总局也不例外，它一方面面临联邦快递的压力，另一方面又要同 E - mail 进行竞争。一度靠起草普通遗嘱为生的律师会让客户用廉价的架外（off - the - shelf）软件完成这一工作，而自己则专注于更富于挑战性的业务，如复杂的信托合约。医生的知识面临着从网页上获得有关自身疾病资料的患者的挑战。

廉价的技术也不再一成不变，因为有效应用技术的知识在不断提高。工作的性质和所需要的技巧发生了极大的变化，它打破了生活中原有的节奏，富于经验的中年经理和专家们现在发现他们的年轻下属常常在技术上胜过自己。对许多人来说，学习是一件艰苦的事情。而上面所说的现在已经是一个全球性的现象。

在金融世界里，变革具有同样的敏感性。金融结构中的激烈变革导致了信贷创造方法的革命，无论是从市场化证券的销售、分销和交易的规模上，还是在金融资产价值波动上都可以看得出来。我们可以比较一下申请住房抵押手续的新旧异同。仅仅 20 年前，办这种业务还得本人亲自去拜访当地的银行和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储贷机构。今天，光是提供800免费电话服务的银行、信贷机构和抵押贷款咨询专家就不下几十家。你只要打个电话，填几张表，用不了几天，甚至几个小时就可以搞定。你的贷款最后会同其他的几百宗一起被打包成证券的形式，在公开市场上出售，汇入日常交易的潮起潮落之中。

在金融市场其他的业务领域中，同样的变化也在发生。信用卡与即时授信业务的快速发展就是一例。在不到一代人的时间里，美国公司完成了几项大的信贷转换，从一开始完全依赖银行系统到浮息融资，到商业票据，到各种形式的租赁，然后公司债券的公开市场开始勃兴，最近则是金融衍生品将更高的杠杆化运作引入该体系。转变还表现在证券化、更多地依靠公开信贷市场和投资的机构化，所有这一切都要求不断地按照市场行情确定资产价格的能力（盯市）。反过来，盯市的做法又改变了投资决策的心态，一味地追求短期效应，结果更加剧了市场的波动。而金融的全球化则将上述变革传播到每一个主要的金融市场里。

不论是在工业领域还是在金融领域，随着出自概念、原型和好奇心的新产品和服务的迅速传播，剧烈的变化总会造就一些令人眩目的大赢家。不过，总体经济的增长却不会那么快。因此，除了一小批在创新活动中居于领先地位的公司外，其他产业内的人感觉不到那种热烈的气氛。变革的道路是不平坦的，总有先后之别和输赢之分。

国民不安的另一重要原因，是生活中许多其他方面事务的非个人化。这一点从医疗体制的改革中就可以看出来。正如米尔顿·弗里德曼所指出的，我们已经从一个以低技能的家庭医生、非正式顾问和家庭至友为基础的系统转入高科技的世界，由专家、技术大师组成，但对病人则基本毫不了解。接着又有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了 HMOs，在那里你成了一个类别的成员，连找同一个大夫看病都成了奢望。

工作环境也发生了戏剧性的变化。合并和联合的过程往往导致人情的败坏，无论是小公司被中等规模公司吞并，还是后者被更大的企业吞并。外购也是业务非个人化的表现之一。这些都向工作的稳定感投下了阴影。在金融界，一度在华尔街居支配地位的合伙制已经变成了公开上市交易的公司。

变动不居和非个人化的趋势相结合，给人的印象是压力永无止境，没有喘息的机会，也不可能创造出一种可靠的稳定。来自其他国家公司的竞争是全球经济中的一个不变的条件。不仅如此，新兴工业化国家在制造出世界级产品方面的表现也越来越好，而且我们必须承认，他们在明天会表现得更好。

为什么人们往往看不到好的一面？因为受益者极不均衡。制造各式各样高附加值产品的公司——我们强大的相对优势之所在——当然过得很好，谁也不会怀疑。可是那些雇佣大量人手的产业恐怕不会是直接受益者——如果他们能够响应变革、找出自己的利基并且用提高质量来消化成本的话，他们可能成为间接的受益者。自从亚当·斯密和大卫·李嘉图以来我们一直被告知，生产的专业化可以创造出效率；但是，如果你受雇于一个美国已经失去了长期的比较优势的行业，你会有什么出路呢？要么改行，要么忍受无休无止的重组、减薪等等的折磨。

面对不安和焦灼，我们应该怎么办呢？首先，必须承认它的存在——但不能迎合经济不确定性和非个人化的现实。如果领导人一味强调经济统计数据的积极面，以为只要股票上涨就一切都好的话，那将激怒公众，他们会更加以为当权者冷漠无情。同样，滥发警告也会收到相反的效果，仿佛当局——政府也好，中央银行也好，商业领袖也好——有意不让整个国家分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

享经济繁荣所带来的好处。经济进步来之不易。不仅要艰苦工作，还要有坚强的组织能力和创新能力，以及不可避免的妥协和伤害。

其次，必须停止无限地补贴输家的做法。这样做代价昂贵，它摧毁了政府预算，并且由于拖延了资源向更有生产力的部门转移而增加了无数的经济成本。同情放错了地方。坚持这样做的国家会发现本国——比起像美国这样对变革更为宽容的国家——经济增长放慢，失业率升高。

第三，必须强化终身教育和目标明确的再培训项目。但不要抱太大的希望。在我们的社会中，最焦虑和最不满的是那些公司缩减和业务转型的牺牲者：经理和职员。无论用什么标准来看，他们都是高教育背景人群，既有经验，又有技术。

第四，教育的重点应当放在培养工作技能上，培养年轻人走上工作岗位可不仅仅是课堂教育所能够胜任的。它还包括坦率地承认学生们将来会遇到许多教育无能为力的困难，特别是在城市贫民区。

最后，应当指出的是，一个激烈变化和非个人化的世界同时也带来了更多的个人自由。美国的精英统治论尽管有许多缺陷，但它为出身贫寒之士提供了出人头地的机会。

随着资本主义在全球各地的传播，它的弱点也会暴露出来并且被放大。认清美国式经济民主的利弊对其他国家——发达国家也好，不发达国家也好——都有极大的益处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　金融预测的兴起

金融市场上没有固定二字，只有永不停顿的起起落落，伴以偶尔发生的结构性变革。

战后年代华尔街的另一个重大转变，是在经济和金融预测的艺术和科学方面所取得的成就。在我开始工作时，这类研究几乎纯粹是学术界的事。长期以来，商学院里的研究者一直在预测领域中工作。渐渐地，金融机构里的经济学家也加入了进来，并且成为这个领域中的主导人物。今天，预测是现代商业和金融中的一项基本的构成成分。我有幸在这一转变过程中居于中心的地位。事实上，我在华尔街上的声誉主要得益于我对利率和其他许多金融动态指标的预测。

这绝不是说干这一行学术基础不重要。事实上，早在几十年前，在华尔街上和美国公司里就有许多经济学家和经济史学家从事这方面的工作。当然，对于经济危机和混乱的兴趣在很大程度上来自于解开现代经济史上最大的一场灾难——大萧条——的秘密的渴望。我们还可以追溯得更远，直至古代社会，无论社会还是个人总是希望从对未来的物质生活的预测中获利。

在五、六十年代，预测开始在华尔街上流行起来。以今天的标准来看，当年所采用的方法是极为粗糙的。在 1962 年我加入所罗门兄弟公司的时候，金融预测既缺乏专业性又缺乏深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度。资产分配模型还没有出现，预测人员只看重国内股票市场，缺乏全球性眼光。只有寥寥可数的几个懂得技术的人员开始找到听众，但要让主流的证券经理们注意和接受，他们还有很长的路要走。

盯住联储和基金的流动

当1960年西德尼·霍默进入所罗门公司时，债券研究还是华尔街上的一块空白。几乎没有人意识到应该将经济和金融市场作为一个整体来加以系统化的研究。只有为数不多的几家公司出版有关未清偿的政府债券或公开交易上市的公司债券或市政债券每日或每周的价格及收益数据表。也许在商业报道中可以东鳞西爪地看到一点点对债券市场的简短评论。当然，通过电话和信件有时也会断断续续地传递出这类信息。像今天这样可以在瞬间传递巨量债券市场信息的体系——计算机网络、布隆伯格公司、德利财经等等——还根本谈不上。

西德尼·霍默喜欢把自己描绘成“债券人”。这反映了他力图放下身段以求自己对利率理论的精深研究能够谋得用武之地的心理。事实上，他对利率理论的掌握不逊色于大多数经济学家，而作为这一领域中的历史学家，几乎没有人能比得上他。西德尼的主要兴趣是利率的历史，债券结构，真实世界的联动，以及一系列特殊课题——从债券期限的长短，低息票还是高息票，到不同信用等级间债券的关系等等。

最重要的是，西德尼是第一位应用复杂方法研究固定收入证券的华尔街人士。他所撰写的著作，《利率的历史》——在我加入所罗门公司那一年出版——证明了他对这一题材的研究深度。我到所罗门公司不过几个月，他就拿着这本书的长条校

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样找到我，要求我把它读一遍——有一个重要的前提：我要把它大声读出来给我的秘书听，他的手上拿着同样的校样。很自然我会问他“为什么?”他解释说，这样可以帮助我挑出错误和句法上的问题。他是对的。我将这部594页的作品逐页进行了大声的诵读，包括其中的与利率有关的73个数据统计表，其中一些数据可以回溯到上个世纪。

西德尼当时就知道，仅仅分析整个利率的历史数据是远远不够的。为了厘清金融市场上新的重要趋势——特别是新证券的价值——我们还要时刻注意联储和美国财政部的动向，以及整个金融体系中信贷的流向。这些工作——是我在所罗门公司最初的任务——成为我进入金融预测领域的入门训练。我们在该领域内的工作有力地支持了所罗门在美国政府证券市场的上升势头，同时也帮助了我们的机构客户更好地理解了影响金融资产价值的某些关键性因素。

有了在联储工作的经历，早期的工作对我来说毫无困难。但我要承认，这些工作相当地沉闷。除了一名秘书之外，没有任何帮助。当时所罗门公司研究部门的人手少得可怜，除了西德尼和我之外，只有两个秘书，再加上理查·约翰尼森（出色的债券分析师）和一名低级助理。需要处理的数据堆成了山，缺乏条理，更谈不上数据库。那时个人电脑在华尔街上还没有普及，分类和汇编工作全凭手工进行。

当然，在60年代初期，我们已经可以获得联储和财政部的一些数据。纽约联储从前的研究部主任鲍勃·鲁萨写了一本出色的小册子介绍联储公开市场运作。霍巴特·卡尔（纽约联储研究员，后来成为纽约大学教授）撰写了有关联储统计数据的优秀作品。联储本身也发表了一些文章，解释影响联储政策的几项因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管如此，许多这类课题根本就没有现成的数据可用，其中包括对财政部和联储季节性行为的研究。为了追踪这一课题，我不得不以星期为单位整理出多年来影响联储政策的因素，例如外汇的循环起伏和财政部资产负债表变化等因素。反过来，这些数据帮助我们确定联储下一周会在市场上采取什么行动。联储会不会（出于季节性考虑）出售证券吸纳储备？还是买入证券投放储备？（联储有权扩大或吸收储备，它的做法是暂时或永久地执行回购协议或再回购协议等等）事实上，我的工作是模拟联储对经济形势的分析，只不过所依据的信息要少得多。

比起季节性预测，更大的挑战在于预测联储基本的货币政策的变化。联储打算放松还是收紧货币供应？它会转变政策方向吗？为了回答这些问题，我开始分析5年来联储公开市场委员会（FOMC）的报告。（现在这种报告每45天公布一次，在60年代，每年才公布一次）。我从FOMC的报告中分辨出一系列影响委员会决定的因素。我的分析表明，最常见的影响因素有：货币供应的变化、就业水平、利率、通货膨胀率、工业生产指数、银行信贷和资本外流。但是，在这些因素中，FOMC分别看重的程度如何则是（至今仍然是）一个难解之谜，因为这些变量的权重在不同的时期有很大的变化。尽管如此，我们还是向前迈进了一大步。列出了这张联储关注的变量的单子——从60年代至今，上列内容几乎没有什么变化。

那时就像现在一样，货币政策的改变极为缓慢，这会让人滋生出一种有害的自满情绪。在FOMC的指导下，从1957年到1965年这段期间，联储每年调整贴现率的决定平均不过一到两次。因此，只要不断地重复“货币政策不变”，我就可以达到96%的准确率。越是在这种情况下，联储政策的改变其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响也就越大。怎样准确预测剩下的4%成了最大的挑战。

贴现率并不是惟一有意义的指标。事实上，在整个60年代和70年代里，联储和华尔街关心的对象在不同的指标间转移。60年代早期，联储关注的是净自由储备或净借入储备(net free or net borrowed reserves)，由于季节性因素和其他不可预知的因素的影响，其数值在极大的范围内起伏。许多年来，场内人士全都紧盯着这组数值，也不管它作为政策依据有多不合适。在70年代后期，保罗·沃尔克宣布了严格遵循货币主义的政策方针，华尔街才开始注意盯住货币供应。

即使在联储内部，变化也在不断地进行。联储没有采用狭隘的货币政策的定义，相反，它引入了新的概念，诸如M1a和M1b，再后来，中央银行将关注的重点转向M2，辅之以银行信贷委托数量。到了80年代，联储又脱离了严格的货币主义，联邦基金利率成了衡量货币状况的指标。

今天，绝大多数华尔街人士都不再像从前那样看重货币供应量了。相反，他们更重视联邦基金利率以及逐月公布的经济数据，如消费者价格指数和批发价格指数，失业率以及其他可能在近期影响FOMC决定的经济数据。考虑到目前联储这种依赖判断而不是特定的经济数值的工作方法，近几年内一定会出现某些新的更加复杂的考察目标。这是理所当然的，经济和金融世界的复杂性决定了不可能用区区几个描述趋势的变量来约束。

回顾起来，我在所罗门工作初期充当联储观察员的角色可谓适逢其会。当时，在华尔街上，只有屈指可数的几个人在做同样的工作，而且不为人所知。今天，有大批的金融分析师追踪着联储和美国财政部行动和政策的每一点细微的差别。今天的投资者可以获得似乎无穷无尽的分析资料，研究联储公开市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场运作、官方声明和经济发展将对联储和财政部的决策产生何种影响等等。这些信息来自新闻发布单位和联储本身，其形式有报章披露、证词和演讲等。有关联储和财政部的信息是如此受欢迎，以至于它们被打成包装，再像商品一样分销出去。而在60年代，情况则大不相同，由于这类信息极为稀缺，因此更加显得珍贵。所以，我的发现和预测很快就引起了大批投资者、基金经理、经济学家和政策决策人的注意。

除了利率分析之外，西德尼·霍默还给了我另一份事后看来意义极为深远的工作。他要求我负责监督我们所说的“信贷供求”变化，用联储的话来说就是“资金流动分析”。在这一领域中——就像对利率和联储、财政部动向的分析一样——我们同样不是第一家做这种工作的，但在华尔街上肯定是最早的几家之一。信孚银行、斯库德－斯蒂文森和克拉克公司以及生命保险公司早就开始着手资金流动方面的研究，联储也定期发布资金流动数据。西德尼·霍默本人在加入所罗门公司时就带着一个自创的对信贷流动进行局部分析的简单模型。

西德尼感兴趣的是对某些长期投资基金的净需求。其中包括不动产抵押信贷需求，公司债券，州和地方政府的债券以及外国和国际银行债券。通过向上述各自领域中的专家学习，西德尼能够对未来一年内上述领域的信贷需求作出预测。接下来他就预测怎样来融资满足上述需求，也就是说，主要的非银行机构（保险公司、储蓄银行、储贷机构、公司和州的养老基金等等）各家能够提供多少长期融资。凡是这些机构无法满足的贷款，当然只有靠银行和个人储蓄供给。显然，如果市场需要向商业银行和个人融资以满足大量的信贷需求，就会对利率产生上升的压力。

不到几年时间，我已经发展出了一个较之上文所述复杂得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的信贷流动模型，专门用于金融市场的预测。我的模型将主要贷款需求者对短期信贷和长期信贷的需求结合起来。同样，对主要的非机构贷款发放人的信贷流动也按类别进行了区分。通过这种方式，我说明了整个的信贷流动将在多大的范围内影响信贷市场的参与者。我的模型不仅考虑了非金融公司资金的使用和来源，同时也考虑了养老基金、保险公司、银行、储贷协会和其他资金供给者资产组合的变化，所有的分析都按资产类别（股票、债券等）加以考虑。由此出发我能够对金融市场进行全景式的考察，对每一个主要的参与者在这一更大图景之下的表现进行分析。

运用这一模型进行研究，我得出了一些令人感兴趣的结论。首先，总体信贷需求的有效增加不一定导致利率上升。利率的升降更多地取决于经济是否实现了充分就业。第二，模型显示，在紧缩的信贷条件下，大宗贷款需求者——如美国政府和大型的商业企业——在争夺贷款方面比起典型的家庭来效率要高得多。第三，我的分析表明，金融机构的行为和竞争地位非常地不稳定。有些主要的机构比其他的更加容易受到商业和信贷循环的影响。信贷流动分析还帮助我监视投资者的资产转移。最后，应该特别强调的是，金融市场上没有固定二字，只有永不停顿的起起落落，伴以偶尔发生的结构性变革。

资金流动分析尽管可以帮助我更好地感知利率的可能走向，但却无法告诉我它变动的额度会有多大。信贷的流动在很大程度上取决于经济活动的状况。消费者支出、新屋开工、资本支出和政府支付——所有这些主要的经济活动都需要融资。考虑到这一点，我决定对这些经济需求的金融可行性进行测试，从达成共识的关于未来一年内经济发展的预测出发，再根据金融上的可行性修正经济预测。如果传统的金融机构无法提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供足够的信贷，个人投资者只好放弃。资金缺口越大，对利率升高的压力也就越大，相对温和的缺口则意味着利率稳定或下跌。

信贷流动分析变得越来越复杂、深入，尽管它带来了明显的好处，但对从事这门艺术的人来说，难度也越来越大。我在这里有意用了“艺术”一词，因为资金流量分析不仅仅是用一种逻辑的系统化方法进行分析就能够完成的，它还需要经验、直觉和良好的判断。

事实上，金融预测业务正面临着前所未有的挑战。导致这种局面出现的一个主要的原因，是金融市场的模糊性，这不仅表现在其构成成分中，同样也表现为市场体制性界限的模糊。另一个问题是历年来缺乏相关的完备的数据，因为会计方法跟不上最新的金融业务和投资技术的发展。金融市场的国际化也是困扰经济和金融预测的难题之一，因为它使得经济活动与信贷流动之间的关系大大地复杂化了。外国资本的流入可能来自私人投资者，也可能来自国外的中央银行——其性质和结果大不一样。外国私人投资者青睐的是坚挺的美元，而中央银行则总是在美元疲软的时候才吸纳。总的来说，美国已经越来越依赖外国资金，只不过还没有形成固定的模式。外国新增资金流入的净值在80年代平均为7%（以美国信贷市场债务融资净额为基数），而到了90年代则攀升为15%。

信贷及相关指标的评论

关于货币和财政政策、信贷流动和利率的分析从一开始就在所罗门兄弟公司内部受到了欢迎。1962年3月23日，我发布了第一篇对货币和银行业统计数字的每周评论。那只是些非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常谨慎的周报，后来定名为“每周货币数据评论”，阅读者包括所罗门兄弟公司的交易师、推销员和合伙人，其中一部分还寄给了主要的客户。很快，这些报告变得越来越长，越来越细致。于是西德尼·霍默建议我出版一份正式些的周报，准备向外界发行。最后的成果就是“信贷评论”，1962 年开始发行，这是一份在金融圈里吸引了广泛读者的期刊。在每期的第一页上，我通常会对上周货币市场的动向进行总结，再作出一些短期的预测。其他内容包括对货币和资本市场新近发展的简明扼要的评论。期刊内刊载了大量图表，讨论的范围从金融机构的具体发展，到商业企业间金融模式，还包括州、地方和联邦的金融事务，以及利率变化的趋势。

1962 年 3 月 23 日

上周公布的数字显示，联储成员银行的自由储备下降了 3.78 亿美元。尽管这是 3 周以来自由储备第二次降到 4000 亿美元以下，但它并不意味着货币政策将要转向。上周的下降很可能是联储在浮动规模的计算上出了差错。由于税款支付的原因，联储对浮动的估计很可能大大高于每周公布数据中所列示的 1.94 亿美元。

今年以来联储的政策一直是以比去年低的速度进行货币供应，但这不足以支撑经济复苏。

这份第一次发布的每周货币数据评论只有短短的两段。后来，它的篇幅开始大大加长，并更名为“信贷评论”，拥有 2.5 万名读者。

(图 8－1)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为"信贷评论"撰稿是我在所罗门公司里最有趣也最有收获的一项工作。尽管后来我的工作职责扩大到负责整个研究工作并且在公司里担任高级管理职务，我仍然继续为"信贷评论"撰写首页，其他的工作则分派给新来的研究人员，如狄克·约翰尼森和詹姆斯·梅肯，他们协助我进行资金流动分析。西德尼·霍默有时也会送来几篇绝妙的评论。西德尼本人还创办了所罗门公司另外两份很成功的刊物："债券市场综述"（周刊）和"债券市场评论"（月刊）。这三份刊物——以可靠、简明和清楚而著称——最终在投资圈里赢得了2.5万名关键的成员。在极盛时期它们的风头无人可比，这也是所罗门公司决定支持固定收益证券研究最明显的收益之一。

我们在所罗门公司办的另一份刊物——"信贷市场展望"——同样受到业内人士的关注。"展望"主要以资金流量分析为基础，每年12月份出版。它的特点在于将有用的数据和中肯的分析结合起来。该刊的评论内容包括主要的经济和金融动向以及对各个主要金融市场未来发展的预测。在当时，这样的预测非常少见，更为重要的是，我们所刊载的预测建立了一个非常有用的历史记录。

金融团体对上述分析的欢迎可以从80年代每期"展望"新刊发行现场的热络气氛中得到证明。虽说有关信贷市场和利率的话题纯粹是只有小圈子才会感兴趣的枯燥无比的东西，但所罗门公司却像大型媒体办活动一样大肆鼓吹。通常公司都会邀请1000名左右的客户参加主场报告会——一般都在纽约华尔道夫阿斯托里亚酒店——还有大批的金融新闻记者与会。现场的效果可以通过电话传到外埠的分公司，国外的客户也能听到现场报告。有的时候，电视台的直播可以远至澳大利亚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建立所罗门公司全球研究网

随着研究部的工作得到了所罗门公司内外的赞赏，部门本身也开始扩大。早期招募的人员有马丁·雷勃维茨，他是 1969 年加入公司的。有些人最初对他心存疑虑。的确，马丁是西德尼·霍默的外甥，而且他对金融市场所知甚少，因此自然有人怀疑这是裙带作风。另一方面，在刚来的那几年里他也不太活跃——也许是因为和组织相处不甚融洽。事实上，马丁当年的工作是对传统的一种突破：用于分析固定收入证券市场的量化工具。他是一位卓越的数学家，我确信公司将从他所采用的方法上获益。为了支持这项工作，我们成立了一个名为债券组合分析的小组。没过多久，小组的工作就打消了人们对其价值的怀疑，马丁也崛起成为本专业内的一名权威，出版了许多作品。这是一个极为前卫的工作小组，有很长时间在华尔街上只此一家。

我在公司里的责任也在不断加重。继 1967 年晋升合伙人之后，比尔·所罗门又要求我出掌步履蹒跚的股票研究部。尽管我刚刚才接管债券市场研究部——填补西德尼·霍默成为限制权力合伙人之后留下的空白——我还是接受了第二项任命。现在，我成了公司整个债券和股票研究业务部门的负责人。在 1970 年，这支队伍共有 13 人。

下一步很自然就是国外业务研究部。所罗门跨入了海外市场，首先在伦敦，继而在日本和香港开设了办事处，我也开始筹建国际固定收入证券研究小组。为新的机构挑选合适的人员很快成了当务之急。绝大多数申请人感兴趣的是国际经济支付平衡方面的研究。我想要的却是了解外汇和资本市场的人员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经过一番周折，我招募了杰夫·汉纳，他很了解我需要的是什么。在他的帮助下，约翰·利普斯基和尼克·萨金也加入了公司。这些人都拥有很强的学术背景——都是斯坦福大学博士——实践经验也同样丰富。约翰曾供职于国际货币基金组织，尼克来自J·P·摩根公司。正如我们在国内市场中的先锋地位一样，新的国际市场研究业务——专注固定收入证券市场，货币与财政政策，国外利率结构和信贷流动——向投资者提供了有用的和稀缺的数据分析。我们的竞争对手们几乎拿不出可以与之相比的东西，更不用说美国各主要投资银行的海外部了。

上述情况一再重演：每当所罗门公司开发出一种新的业务，该领域的研究总是立刻跟上。70年代后期和80年代后期，公司进入了抵押债券市场和不动产市场，研究工作也随之展开。为了让所罗门公司甩开竞争对手，我问自己：市场需要而竞争对手又没有提供的服务是什么？答案是多角度的。首先，我们必须招聘一流的人才。马蒂·雷勃维茨帮着招聘能够分析复杂的抵押品提前偿付模式和不同抵押证券特点及价值的新的数量分析师。为了开展不动产市场方面的研究，我们聘请了肯·罗森——该领域中的一位学术权威——作顾问。接着，罗森又帮我们招募了大卫·舒尔曼任不动产市场研究部主任。

这些工作都是在所罗门公司业务蒸蒸日上的时候完成的。在我们这些从一开始就参与业务大扩张的人眼里，它所留下的印象是永难忘怀的。谁也没有想到，公司在仅仅一代人的时间里会发展到这种程度。从我进出公司时的反差可以看出这种变化有多大：1962年初我加入公司，当时的研究部刚刚上马，一共才6个人，只有我一个博士。到1988年我离开公司时，我所管理的研究部人员超过了450个，其中有50位博士，拥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有 MBA 学位的就更多了。

应当特别指出的是，在这 20 多年的公司扩张过程中，所罗门的高级经理从未对研究工作的预算进行过限制。这在很大程度上代表了比尔·所罗门的立场，大部分的研究部门是他在任期间的成果。他和查尔斯·西蒙明智地认识到研究工作在公司内的重要价值。另一方面，我本人也十分注意节约开支，但以保证分析的价值和客观性为前提。

我在所罗门公司日益壮大的研究部门中的地位对于提高自己的技术，丰富我在金融趋势方面的知识帮助极大。在固定收入证券研究方面，我本人就开展了有关银行业、公司债券市场结构、公司金融战略、美国财政部和联邦信贷代理市场的动力学以及利率的循环性模式和长期模式的研究，这还只是我的一部分工作。除此之外，通过和股票分析师们的交流，我还参加了对行业发展、公司债券销售趋势和资本消费模型的研究。

另一类信息和真知灼见来自每天在巨大的交易厅里同交易师和推销员的交流，它们在价值上比起前面那些毫不逊色。交易中包括哪些要素？机构投资者有哪些？他们是在延长证券组合期限还是在缩短？证券的期限种类在增加吗？都有哪些新的期种？这些都是公司里上百名身手不凡的推销员和证券交易师日常的谈资。

还有一个经常谈到的话题是联储在公开市场上的活动。所罗门是美国国债最大的交易商之一，所罗门警惕地注视着联储的公开市场操作，企图抓住有关利率走向的每一点暗示。例如，联储是直接买卖还是通过回购协议来买卖证券，这就是理解中央银行倾向于收紧还是放松货币政策的一条线索。但是，尽管我可以同交易师和推销员们一起分析，我们双方的时间尺度却大不相同。对于他们来说，短期的变化才是最重要的——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于交易师来说，开市时看淡而收市时却转为看好，这算不上有什么不寻常——我考虑的则是一个长得多的期限。因此，在同交易师们交谈时，我总是试图将表面信息和更具持久性的信息区分开来。与此同时，我也很快地了解到，有些交易师的领悟力和判断是比别人来得高明。

研究以及同交易师在一起的工作构成了我在华尔街的实践教育的一部分，但不是全部。我的工作最吸引人的好处之一是经常有机会同世界上各大公司、金融机构和政府的领导人，以及货币当局和主要的决策者接触。通常在发表了一通有关他所在的机构的议论之后，我会有机会同这样的人一起用餐，尽管在这种场合下表面上我是“教师”，但在私下里我还是把自己视为学生，因为我总是利用这些机会征询这些领导人对各自领域发展及其前景的看法。

这样的讨论通常都会有助于我厘清自己的思想：就算收不到这样的效果，我还是会发现至少它们暴露了此人的某些偏见。这一点在政府官员身上表现得最明显：他们倾向于谈论“应该怎样”而不是“将会怎样”。这个偏见似乎是全世界政府机构中的传染病。（例如，政府的文件中事实上绝对不会预测到一次大的商业衰退，甚至连一次金融市场或经济活动的周期性摆动也不会有。）当然，他们也绝不会透露有关新政策走向的任何消息。不过，我确信，同这些官员的交谈——不论是在高层会议上还是在电话里交谈——对双方都是有益的。他们帮助我厘清在关键性政策问题上的思路，而我则在现实市场的发展方面提供意见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一不小心成了权威

我们在所罗门公司的研究开展不到一年，所做出的发现和预测就吸引了金融圈内人士的广泛注意。“信贷评论”越来越受欢迎就是证明之一。另一个证明是商业报刊开始频繁采访西德尼·霍默和我，征询我们对利率趋势和其他突发性金融事件的看法。1971 年西德尼退休之后，我成了所罗门公司方兴未艾的研究工作的负责人兼发言人。随着曝光次数的增加，我对自己的公开声明越来越审慎，这促使我更加注重思考，并且将思考所得落于纸上。

到 70 年代中期，我开始向经济学家、商业领袖、决策者和学术界发表正式的长篇大论式的演说。从西德尼·霍默那里我学到在演讲前撰写讲稿的重要性，尤其是在面对大群听众时。写作的过程不仅有助于我厘清思路，其成果也可以寄给客户或对此感兴趣的媒体人士。渐渐地，我的演说常常原封不动地登上了几份主要的商业刊物。

就这样，我发现自己一不小心成了金融权威。当权威当然要对自己稍加调整，但肯定少不了多干活儿。对我来说，撰写长篇备忘录和演讲稿是一桩苦差事，而且没法在办公室里面干，那儿不断地有人打岔分心。因此，我一般是在晚上或周末干这些事。即使手头上的思路已经非常清楚，我还是要花掉两天的周末时间准备一次 40 分钟的演讲。在许多年里每年我都要做 8 次以上的演讲，外加例行的长篇备忘录，还要编辑他人的作品等等。

不过，回报还是相当可观的。不同的对象需要不同的讲法，多年来频繁的公开演讲和撰稿对我自己是一个很好的纪律

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约束，我学会了抓住有意义的主题，避免重复和沉溺于我自己的思想。最重要的是，演讲和写作是对我的立场的清楚记录。随着我的看法广为人知，这份记录表现出难以估计的价值——不论是对我的支持者还是批评者。

在绝大多数情况下，媒体和客户最关心我对下述问题的看法：(1) 利率观察；(2) 该观察所包含的对经济和金融市场的分析；(3) 当前的财政和货币政策；(4) 金融市场中正在发生的有深远意义的重大变化或结构性变化。对第一个问题的答案需要直接来自我在“信贷评论”上发表的每周评论和年度报告“信贷供求”。在讨论利率和信贷流动问题时，我力求将这些趋势同更广阔背景下真实世界中的金融和经济发展联系起来。

1966 年的信贷危机成为我的信贷及利率预测生涯的转折点。当时信贷收紧到这种程度——二战之后第一次发生此类规模的危机——3 月期国库券收益达到战后最高点，5.58%，高等级公司债券更是升到了 6.18% 的水平。我不仅公开预报了 1966 年的信贷危机，而且还预言了它的后果：一次短暂的经济停滞，但此后固定收入证券市场将出现反弹。1967 年第一季度末，反弹结束，我又开始看淡后市。这一插曲令我确信，信贷流动分析对预期信贷需求的前景具有极大的价值。当然，作为利率和信贷市场分析师，这一回我个人在华尔街上也出尽了风头。

变量的权衡

我丝毫无意在此暗示，利率与信贷预测对我而言易如反掌。首先，这绝不可能是一项轻松的工作。据说有许多经济计量模型可以帮助完成这项工作，但它们之中（我自己就用过不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少）没有一个能够真正做到。许多预测师错误地依赖过去的趋势来描绘将来，他们错误地假设商业和金融趋势必定会重复出现。首先，这种方法忽视了重要的结构性变化，它们会改变商业和金融活动的性质。其次，它过分简化了高度复杂的经济和金融决策的过程，从而培养了一种错误的安全感。最后，高度依赖模型的分析师们通常不屑于认真地核对他们所用的基础数据的质量和准确性。他们是如此地沉迷于模型本身以至于不去考虑模型赖以运行的基础证据与假设的可靠性。

应当指出的是，利率和金融市场预测活动中包含了一大串的变量，其相对重要性则不断地发生改变。首先，你要考虑劳动力和资本是否得到充分利用或利用到什么程度。如果利用率很低，那么经济活动的扩张很可能对信贷市场产生温和的影响。另一方面，处在劳动力和资本市场双紧的条件下的经济扩张通常会加剧市场的紧张，除非在生产力方面有了一个大的提高——在这种情况下通常不大可能发生。

上升的经济活动势头导致公司利润减少，而对信贷的需求则更加强烈。企业会加强外部举债的力度，同其他借款人进行竞争。这种局面还导致企业的流动性逐渐消失（从公司资产负债表的资产方里可以看得出来），更加剧了公司对外部融资的依赖。更为复杂的是，公司的借贷率低并不会自动导致其财务上的稳健。这是因为，如果这些公司靠出售大量流动资产满足其对流动性的要求，他们首先要找出这些资产的买主。

另一个需要考虑的关键变量是不动产市场。前面提到过，家庭融资需求不一定会推高利率。相反，不动产领域的繁荣往往是信贷供给充分的表现，而不是原因，只有前者才能维持对住房信贷的强劲需求。

接下去要考虑的是财政政策。它是中性的、紧缩的，还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刺激性的？在萧条时期，刺激性的财政政策不会立即刺激其他信贷需求团体的贷款欲望。事实上，在许多场合下，刺激性的财政政策未能阻止利率的下降，这主要是因为私人部门的需求太弱——正如它们通常在这种情况下的表现。不仅如此，在萧条期间，赤字金融的格局会影响到收益曲线的形状，从而阻碍私人部门的复苏。例如，如果在衰退期间政府主要依靠长期债务融资，那么这种行为将会妨碍公司为它们的债务融资——进入经济复苏的必经之路。

类似地，一定时期内货币政策的大致取向也同样不能用作利率走向的可靠标志。它在很大程度上取决于联储在判断经济形势和政策需求方面是否正确。经常出现的情况是，货币政策大大滞后于快速变化的企业需求。最明显的例子是在70年代，猛烈的通货膨胀迅速地拉升了名义信贷需求。

对美国市场信贷形势的预测还有赖于对国外经济和金融状况的可靠把握。例如，由于美国对外国资本极为依赖，本土和国外经济同时的高速增长可能是非常危险的。同理，工业化世界普遍的经济萧条和宽松的货币状况对美国信贷市场有利。它不仅有助于压低通货膨胀率，而且有利于美国公司和政府吸引外国的投资资金。

在考虑金融市场的未来趋势时，还有其他不少变量也同样不能忽视。放松管制对市场有什么影响？新的投资工具和交易技术意味着什么？市场参与者承受风险的意愿在加强还是减弱？过去，联邦立法规定的利率上限约束了资金争夺的手段，即使银根紧缩，利率也不会大幅上升。这样做固然限制了人们不择手段地抢夺资金，但由此形成的资金配置是否有效率则是大可怀疑的。正如我在前面所指出的，这些考虑不可能完全纳入经济计量模型或其他数量分析技术之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益曲线——最短期限债券与最长期限债券的利率差——也不能看做是利率走向的明确指标。传统观点认为，正斜率（或正常）的曲线表明长期利率将会走高，而曲线逆转则表明长期利率将会下降。但是，就金融预测而言，这些观察结论并不很可靠。我遇到过多次例外的情形，收益曲线下行导致长期利率猛烈升高，长期债券的价格则猛跌。具体情况在很大程度上取决于曲线逆转的时间有多长，以及长期利率什么时候才能由上升转为下跌。

在战后的年月里，决策者们有好几次成功地改变了收益曲线的走向。可是，展望未来，这种可能性会越来越小。原因在于固定收入证券交易中杠杆化操作的普遍使用。对冲基金的兴旺，再加上银行和其他金融机构中的资产交易师随时准备在遇到甚至预期到短期利率上升时抛掉手中的长期固定收入债券，而长期利率则经常像短期利率一样剧烈上涨。两者之间的传统关系成了经济史上的一桩错案。

读者可以通过上面所谈的一般原理了解金融预测——但这还很不够。我曾经指出，预测是一种将普遍原则应用于特定的历史环境的工作。为此，我将剖析几个我本人进行的预测分析的实例——它们都取得了不同程度的成功——从60年代到90年代。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　预测与大牛市

> 我的备忘录发布之后不过半个小时的样子，一位交易师打来电话报告，固定收益证券市场正在反弹……［当天］……1982年8月17日，星期二……收盘于创记录的水平……创单日交易升幅历史之最。

二战以来，有三次金融事件可以说明我在前一章中所提出的普遍原则。在本章的第一节，我回顾了1974年美国债券收益达到循环性高峰的历史过程。在第二节，我讨论1981年秋天利率在持续上升中的反转。最后一部分则探讨了构成90年代利率波动模式的不同寻常的组合因素。

为了“稳妥周到”，预测师们必须同时考虑大量复杂的变量。而在私人投资单位工作（就像我这样）的人常常还要承受压力，隐瞒甚至收回自己所做出的某些预测。事实上，金融圈内存在着一种偏见，反感看淡后市的预测。我是在七、八十年代被冠以“末日博士”的称号之后开始发现这一点的。

1974年，收益曲线爬上顶点

1974年10月，美国长期利率达到周期性的最高点。但是，商业周期却没有在同期达到最高点。事实上，美国政府债券的长期收益率在商业衰退开始大约9个月之后才达到最高点——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个不同寻常的，也许是史无前例的拖后。按照传统经济学的观点，这两个变化——利率高峰和商业周期的高峰——应当非常接近。但是，在这9个月里，3月期国库券的收益率从7.43%上升为9.22%，而国债收益率则从7.10%上升为8.70%。直到1974年10月，我才转为对债券市场看好，那时长期政府债券的收益率达8.37%并且开始走下坡路，这一不寻常的下降将一直持续到1975年。

我对债券市场所持的立场——与当时市场专家的主流意见不同——基于几个考虑。首先，应当考虑通货膨胀因素。尽管经济已经陷入了停滞，通货膨胀（进而名义的增长）仍然居高不下。在1974年3月31日之前的3个月里，GDP名义增长率——已经将通货膨胀因素充分考虑在内——达到令人吃惊的10.2%的水平，这是战后以来的最高值。在战前的经济周期中，GDP的增长（按当前的美元币值计算）是非常温和的。

与此同时，公司借贷在1974年初达到高峰。非金融企业由于大举进行资本投资，其营运资本的需求也水涨船高。因此，对外部资金的需求非常迫切，为了满足这一要求，公司们在短期和长期信贷市场上一概拼命举债，他们的处境正在恶化。

的确，债务负担已经非常沉重了。首先，从储贷协会的情况看，它们受制于利率上限的规定——每当出现通货膨胀时他们总要对此暴跳如雷——缺乏市场中介也限制了他们的发展。商业银行的情况则刚好相反，他们没有利率上限的限制。为了尽可能地增加公司借贷业务，他们发行了一大批新的大面额可转让存单。

此外，还要考虑全球经济的图景，特别是新的最大的热点——中东。1973年赎罪日战争爆发之后，欧佩克（OPEC）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组织实施的石油禁运是一个经济上极不安定的因素，它必定会从总体上对美国经济产生极大的同时也是无法预料的影响，而利率则首当其冲。当时有许多专家认为，能源危机尽管对经济有种种不利影响，但至少会有一项正面的作用，放松利率压力（特别是对长期利率而言）。对此我不能苟同。1974 年初在纽约新成立的社会研究学院演讲时，我总结了自己的观点：

> 能源短缺对经济的影响在其初期阶段会同货币紧缩的影响极不相同。能源短缺首先会降低有效的生产能力，进而必定会导致需求下降，这是由短缺商品不敷分配所导致的价格上扬引起的。与此相反，有效的货币紧缩在约束需求的同时却不至于大大地削减商品供应，这是它能够减轻通货膨胀的原因。如果能源危机越来越严重，那么只有等到基本需求减少之后，利率压力才能减轻。（考夫曼，“经济混乱”，1974 年 1 月 26 日）

几个月后，萧条进一步加深，我惊讶地观察着经济形势的进一步恶化（以任何标准来衡量都是如此）。不过，这样混乱的局面终究是维持不下去的。但是，经济转折点将出现在什么时候呢？并且，最紧迫的问题是——我的追随者们想知道的是——我将在什么时候开始看好债券市场？

难题被带入 1974 年，它继续困扰着我。即使已经到了 1974 年年中，我对市场还是没有信心，在同企业领袖、证券经理和政府官员的谈话中也没有获得多少令人鼓舞的东西。最终促使我改变立场的是国际货币基金组织和世界银行在华盛顿召开的秋季年会。聆听与会的各主要国家的财政、金融官员的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讲话以及与其中几位在会下的非正式交谈让我大开眼界。这些经济领导人对近期的经济前景过分地悲观，有时甚至显得神经质。

因此，一回到纽约，我立刻同助手们重新检查我们手中的数据。就是从那时起，我转为看好债市。

为了将我的新看法告诉客户和同事们，我写了一篇两页纸的备忘录，名为“高等级应税债券市场即将到来的反弹”。出乎意料的是，这篇备忘录一发表在市场上就得到了热烈的回应。在它发表之前，长期政府债券的收益高达 8.49%。第二天，在我公开看好市场的消息发布后，收益下跌了 33 个基本点，而道-琼斯工业平均指数则反弹了 23 个点，或者说 3.9%。

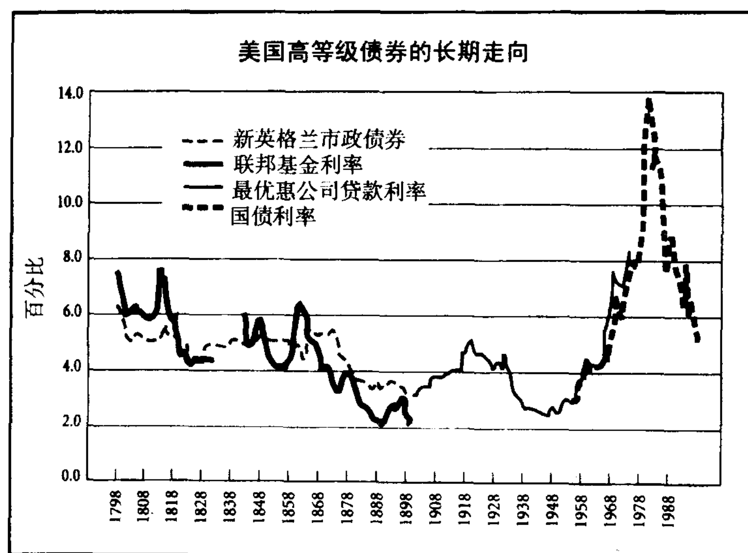
幸运的是，我的预测恰逢其时。长期政府债券收益的循环性峰值（8.6%）出现于 1974 年 8 月。

1981 年 10 月：长期利率上了天

在我所有公开发布的消息中，没有一次像 1982 年秋天的声明那样赢得如此之多的关注——在坚持了几个月之后——我终于转变立场看好后市。那可是金融史上一段令人难忘的日子。在 80 年代初，美国经受了数十年来最严重的经济衰退。尽管如此，许多经济预测师既没能准确地判断出经济下滑，也未能判断出复苏的时机。我认为，造成这种结果的主要原因是，他们的预测要么基于公式化的经济计量模型，要么采用的方法过于简化。

正如在这种情况下普遍适用的一项原则，利率走向的长期趋势是总体经济图景的有价值的线索。现在我们已经知道，战

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（图 9－1）

后利率的循环性下降是短命的，而循环性上升则不仅持续时间长，而且上升的范围也大得多。这样，到了 70 年代中期，当这一轮信贷循环接近顶点时，长期利率的持续跃升令高等级债券的收益由 1945 年的低值 2.5%，上升为 7.25%。

这样的长期运动——对历史记录不敏感的投资者往往会将其忽略——通常会持续许多年。例如，从 1899 年到 1920 年，一段持续的利率上升令高等级债券的收益从 3.2% 上升为 5.27%，而此后的持续跌落则以 1946 年的 2.45% 为终点（见图 9－1）。确切地说，这种长期趋势已经被周期性的反方向的短期移动所打断。但是总的模型是不会错的，忽视这一点的投资者为此付出了灾难性的代价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

70 年代的情景几乎就是历史的重演，持续的大熊市不断地发展，向分析师提出了挑战性的难题，熊市将在什么时候结束。1978 年 6 月，我在国会联合经济委员会作证时表达了自己对前景不确定性的关心。

> 我的结论是，我国的经济和金融市场处在极不稳定的发展过程中。我们被挤在短暂的经济复苏和危险的高通货膨胀之间。不幸的是，目前还没有准备好能够抑制经济和金融过热的政策方案。现在，不论采取何种政策都会对某些部门甚至对整个经济带来痛苦。

事实上，我之所以持越来越坚定的看淡的立场，是出于对几个因素的同时考虑。例如，通货膨胀也像利率一样，从循环性的模式转向长期的单向发展。在考察了二战结束以来 5 次经济循环的低谷和峰值之后，我发现最低值本身在不断地走高——从 1949 年第三季度价格的真实下降演变为 1976 年下半年 4.7%的通货膨胀率最低值。与此同时，我还发现通货膨胀循环的峰值同样也在走高（1951 年由朝鲜战争引发的突然跃升不在此例）。许多分析家似乎都被 1973～1974 年的阿拉伯石油禁运所误导，将通货膨胀归咎于能源价格上涨。当然，禁运的确产生了通货膨胀效应，但我确信导致通货膨胀的基础比这要宽得多，而通货膨胀反过来对金融市场产生严重的影响。总的来说，通货膨胀以种种形式强化了信贷需求。

在我的悲观态度背后还有一项不太明显的因素在起作用。我心里已经越来越清楚，经济体制中的结构性变化正在对作为常规手段的提高利率的做法产生不利的影响。通常在提高利率时对金融机构的限制性影响已经大大缓解，原因是最近发生了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一系列的变化，诸如政府适时地放开了条例规定的储蓄存款和定期存款的利率上限，浮动利率开始盛行，外国资本蜂拥而入。有了上述的背景条件，抬高利率对金融机构的影响不会再像从前那样直接和有力。由于未能考虑到结构性的变化，许多分析师在70年代中期的利率前景分析中犯下了严重的错误。变化的趋势还只是刚刚开始。在后来那些年里，终端贷款需求者——从公司到政府，到居民——实际感受到高利率影响的上限已经被抬高了。

在70年代，促使信贷需求增加的因素可不仅仅是通货膨胀的加剧。居民和企业在借贷时的谨慎态度发生了极大的变化。只要借款人愿意按照当前利率支付，消费者贷款甚至抵押贷款的资金都是容易获得的。银行乐于借钱，而且部分地由于油价的剧烈上涨所导致的财富转移的作用，银行不得不想方设法贷出款项。尽管出现了宾州中央银行的破产案以及其他几家主要的金融机构陷入困境的不利情况，但短期借贷市场生意却越来越好。

70年代陷入泥潭的财政和货币政策同样让我感到困扰。在通货膨胀走高和实物资源得到充分利用的背景下，政策取向本来应当是削减联邦的预算赤字，可是实际上，财政政策还在扩张。1975年底，当新一轮商业循环开始起步的时候，许多专家断言，联邦政府扩张的财政政策在很大程度上被州和地方政府的盈余抵消掉了。我不这样认为。在研究了财政扩张以来头3年的历史数据之后，我发现公共部门的预算赤字的总和在这段期间不仅没有减小，反而比类似的经济复兴期间的数字更大。显然，政府开支的净效果仍然是刺激性的。

70年代的货币政策也一样问题成堆。联储所追求的将货币供应的增长控制在长期目标内的努力只不过取得了有限的成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

功。这种情况本身就很严重，但是我还发现了另一个更大的问题：联储在抑制大规模信贷创造方面力不从心。联储看上去并不喜欢 1970 年经济中运行的一些重要的机制：新的通货膨胀心理学；私人部门越来越热衷于负债；以及金融市场中结构性变化对利率的影响。在我看来，所有这些趋势意味着金融体制正在从摩擦性的阻碍中解放出来。随着这些障碍的削弱，联储手中用于遏制信贷创造的工具大为减少，只剩下抬高利率一条路。所有这一切都促使我得出结论，利率还会进一步升高，直到迫使某些信贷需求者退出市场为止。即使到了那种时候，首先退出信贷市场的也将是家庭和边缘性的企业借款人，而不是大企业或联邦政府。

但是，利率的峰值究竟在哪里？多高才算是高？这才是最让人伤脑筋的。美国长期国债已经从 1976 年末循环性谷底的 7.6%爬升到 1978 年的 8%，而在 1979 年初则逼近了 9%。与此同时，短期利率，以 3 月期美国国库券收益率为指标，从 1976 年底的 4.5%攀升为 1977 年的 6.04%和 1978 年的 9.25%。尽管已经发生了这些令人惊叹的增长，我还是以为利率会继续上升。通货膨胀一直居高不下，信贷需求保持强劲，美元在各个外汇市场上都在走软。借款人不顾利率上涨坚持贷款——这样的人有很多——他们也总能够弄到钱。在各个固定收入证券的市场上，收益率正在走向又一个新的持续的高峰平台。

1979 年的秋天到了，市场变得更富于戏剧化。尽管经济活动的步子看来已经放慢下来，但通货膨胀丝毫没有下降的迹象。另一方面，联储在挣扎着努力减缓货币供应的速度。例如，M2 的年增长竟然高达 15%。银行信贷的增长比前一年更快。家庭和企业的借贷达到近乎创记录的水平。随着美元所承受的压力越来越大，外国领导人开始公开批评我们未能采取正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确的行动。

1979 年 10 月 7 日，联储主席保罗·沃尔克宣布联储将执行严格的货币主义手段，这一局面终于告一段落。他解释道，联储将设置一个货币供应的增长目标，取消利率管制，而让信贷需求者在市场上投标争夺有限资金。对沃尔克来说，这是一个大胆的决定。他在几个月前刚刚被任命为联储主席，面对的是一个极不安定的经济和金融局面。不错，有好几位经济学家早就督促联储采取货币主义的立场，其中包括米尔顿·弗里德曼。但是，这些呼声还很孤立。沃尔克的做法要求极不寻常的洞察力和勇气。新的政策——其宗旨是长痛不如短痛，坚决遏止通货膨胀——几乎不可能受到卡特政府的欢迎。甚至在联储内部也存在着对新的货币主义策略的抵触情绪，许多官员担心这样做会在金融市场上引起严重的震荡。

在这一点上，他们是对的。联储新政策颁布之后不久，利率像坐了火箭一样上升。3 月期国库券在 9 月底还只有 7.98%，但到了年底却升上了 12.53%，而到了 1980 年 3 月已经变成了 14.93%。令联储大失所望的是，长期利率继续上升。长期国债从 9 月底的 9.23%升到年底的 10.08%，1980 年 3 月底更站上了 12.27%的高位。

当然，我本人对联储的新政策举双手赞成，在“信贷评论”上将其称为“里程碑式”的决定。我认为，新政策要想产生效果还要等一段时间。通货膨胀已经持续了太长的时间，通货膨胀预期已经深深地植根于金融市场和整个经济之中了。但是联储已经痛下决心，改变这种对国家有害的通货膨胀趋势，投资者和储蓄者们最终一定会相应地改变自己的行为的。

但是，在联储的新方针见效之前（通货膨胀率从 1979 年末的 14%下降到 1981 年年中的 9.7%），沃尔克遭受了严厉的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

批评，因为紧缩的货币政策导致了经济衰退。1980 年的时候，有一次我去拜访他在华盛顿的办公室，却发现在外面的办公室里摆满了建筑用砖。我当然要问他这是怎么回事，因为我看不到一丝房屋修缮的迹象。他告诉我这些砖块是砌砖工联盟送来的，其中还附了一张便条，写着他们用不着这些东西了——一个突出的揭示物告诉我们经济衰退可能是令人非常痛苦的。

由于敢于采取了大胆的——甚至可以说是勇敢的——立场并且坚持不懈，保罗·沃尔克脱颖而出，成为 20 世纪最伟大的中央银行家之一。在经济繁荣时期当一名受欢迎的中央银行行长不是一件难事。但是，采取严厉的措施可能会在政治上产生灾难性后果——为了经济的长期健康发展而不得不忍受短期痛苦的政策——正如 70 年代末的情况一样。这恰好证明联储为什么必须独立于政治影响。当然，仅仅这样还不够，坚强的领导同样是不可缺少的。

在 1980 年第一季度，随着信贷市场的局面继续恶化，通货膨胀率上升为 14.6%。灰心丧气的卡特当局推出了一项新的反通货膨胀计划。首先，联邦政府承诺在下一财政年度内削减预算赤字。第二，它决定采取一系列措施约束信贷增长，包括限制消费信贷，提高对大额短期可转让存单，欧洲美元借款，甚至同美国政府、联邦机构之间进行的回购协议，以及非联储成员机构借入联邦基金的边际储备金要求。他们当然也不忍放过货币市场共同基金，现在要求此类基金将其资产增值部分的 15% 以存款的形式存放在联储。

这是一个野心勃勃的计划，但却让我为之担心不已。为此，我甚至推掉了一次白宫的邀请而去听该计划的公开披露会议。不幸的是，我的担心应验了，新的计划导致了 1980 年第二季度的一次短暂的衰退。当 3 月期美国国库券的利率达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15.6%的时候，我发表了一份特别的备忘录，指出短期利率很可能已经达到了最高点。但我的结论下得太早了。事实上，国库券利率到1981年达到17.25%，最优惠利率则在1981年攀上了令人目瞪口呆的21.5%。

在关于1981年长期债券收益及其市场的分析方面，我的成绩要好一些。名义GNP据说增长了11%——扣除通货膨胀影响之后只剩下1.5%——经济可能会有温和的复苏。在这种背景下，我预测新的净信贷需求将达到一个新的记录。根据我的预测，联储将不得不面对借贷的一次快速的反弹，银行信贷和货币将大大回升，联邦政府对信贷的需求额度将会很大，而工商企业的借款需求将更大。

长期利率在这一年的大部分时间里一直在爬升，到10月份长期国债的收益率达到了15.25%。有一段时间，当债券收益率继续在15%左右（10月的最高点）徘徊时，我开始越来越担心自己的预测的可靠性了。到1982年年中，长期国债收益率还在14%左右波动。从种种迹象来看，我们已经走完了这一轮债券熊市中的高利率平台，它的起点是1946年，当时的长期国债的收益率是2.5%。后来的发展证实了这一猜想。

7月末到8月初，我偕夫人前往欧洲度假。在此期间我仍然在为利率的问题苦苦思索。我夫人发现我一直心不在焉，我反复地琢磨债券熊市的立场是否还站得住脚。各种指标显示，情况也许正在起变化，我对自己的预测越来越感到不安。回到纽约之后，这种感觉继续缠绕着我。处理完几件紧急公务之后，我立刻将助手们召集起来，重新考察有关当前利率形势的数据。

经过分析，我得出结论，利率即将大幅下降。为什么？首先，经济正在停滞，通货膨胀有可能得到缓和。其次，财务障

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

碍和激烈的国际竞争正在束缚经济的步伐。企业受到越来越大的压力，要求改善他们的资产负债表。与此同时，金融机构也不像从前那样乐于贷款和投资了。另一项压缩借贷的因素——无论是国内还是国际——是国际债务的沉重负担。

考虑到上述种种情况，我决定改变立场，看好债市。从周末开始，我动手为客户们撰写了一份备忘录，星期一夜里完成。第二天是星期二，所罗门公司给委员会原定在华尔道夫酒店举行会议。司机将我载到酒店，我把手写的备忘录交给他请他交给秘书海伦·凯彻。在会上，我曾接到海伦打来的一个电话，她把打印好的最后清样念给我听。文件打得很好，我请她将它发布给推销员和交易师，同时也给报界的同事们送去。当我回到会场时，有几个合伙人看来对这场中断很不高兴。约翰·古特弗伦德问道："怎么回事？"我告诉他我将发布一项公开声明，认为利率即将大幅下调。与会者全都大惊失色。

债券市场研究

备忘录：
致证券组合经理

1982 年 8 月 17 日

所罗门兄弟公司

One New York Plaza
New York, NY 10004
(212) 747 - 7000

亨利·考夫曼

利率的前景

近来在国民经济和金融市场上出现的一些新动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向令我们感到有必要重新审视美国利率的前景。这些现象表明，目前这种利率下降的趋势将持续下去，尽管中间可能出现一些不规则的，甚至可能是戏剧性的中断。利率的跌幅及其持续时间的长短在很大程度上既取决于美国信贷结构受损害的状况，同时又取决于恢复持续的经济活动所必需的利率水平。在这种情况下，传统的经济循环指标已经不再适用。总的说来，未来 12 个月的利率走向大致是这样的：目前收益率高达 12 3/4 的长期国债将下行至 9%～10%；目前位居 10%的联邦基金利率将下探 6%～7%的区间。

根据种种情况来看，今年下半年经济出现迅速反弹的可能性不大，从而不会对长期利率构成直接威胁。消费信贷虽然保持在较高的水平，但税收优惠并未产生刺激的效果。至于其他经济部门则受到财务困难和激烈的国际竞争的困扰。一般来说，经济不振的前景令企业没有信心大举抬高价格。也就是说，通货膨胀预期将逐渐消除。但是，只有在利率进一步下跌，并且有足够的时间解决企业的财务困境之后，经济才会出现重大的成长。

争取资产负债表状况的好转和利润的回升如今已经成了企业管理层的头等大事。这种状况将不会轻易改变。公司的财务结构已经变得极为脆弱：债务堆成山，导致大范围的信贷质量恶化；公司利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从1979年即开始下降。优先目标的转移将导致削减存货的努力，最近则是削减资本支出。这些措施不仅有利于经济摆脱停滞，同时也将大幅消除企业的外部融资。过去的经验表明，企业借贷活动的收缩一向是长期利率下降的重要诱因。

大型金融机构不可能再坚持其积极的贷款和投资策略了。利率下降会鼓励储贷机构提高流动性，减少其长期资产的风险。因此，很可能不会出现新的房产开发热潮。同时，无收益资产和资本基础的薄弱令商业银行动弹不得，如果经济不能迅速回升，情况将会更加恶化。甚至连保险公司也不得不面对前所未有的现金流量和利润问题。

沉重的国际债务同时限制了国内和国际金融机构的活力。无论在国内还是在国外，停滞都呈现出自我加强的特点。在利率下降的情况下，美元走强很可能意味着美国的商品和服务在国际市场上丧失竞争力，而这反过来又带来了更多的信贷问题。

利率下行的过程是否会在未来几个月中出现中断？这取决于一系列的重要因素。首先，货币主义的货币政策会出现一定程度的反弹。联储很难判断货币供应的增长是出于技术性原因还是经济增长所导致的根本性需求增加。联储的第一反应将是暂时推高联邦基金利率，这将妨碍解放经济所必需的债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

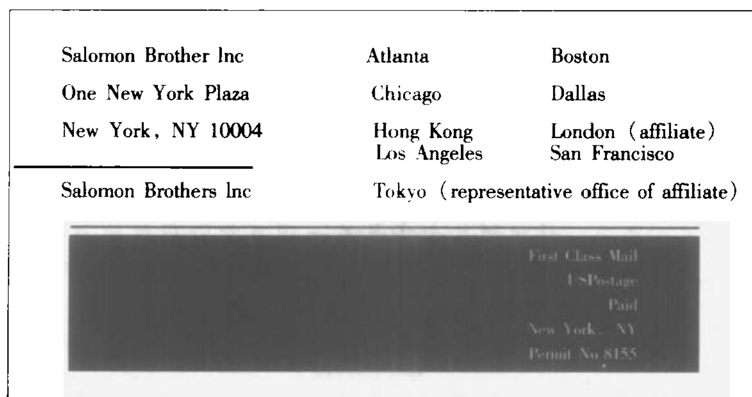
务融资和其他需求。短期利率的大幅提高将打断长期债券收益的上行，收窄高昂的正收益曲线。但是，这种中断将很可能是暂时的，因为它会妨碍经济的恢复。

第二，巨额预算赤字是另一项可能阶段性地打断债券反弹的因素。企业复苏和巨额国库券的新增发行将引起投资者的警惕，他们会关心挤出效应。巨额预′ 字也让联储感到担心，不敢放手执行放松的货 在可以预见的将来，一定会有一次高品质美 ′巨额供给。

* * *

©Salomon Brothers Inc 1982
Although the information in this report has been obtained from sources which Salomon
Brothers Inc believes to be reliable, we do not guarantee its accuracy and such informationmay be incomplete or condensed. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. This report is for information purposes only and is not intended as an offer or solicitation with respect to the purchase of sale of any security.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


Salomon Brother Inc
One New York Plaza
New York, NY 10004

Atlanta
Chicago
Hong Kong
Los Angeles

Boston
Dallas
London (affiliate)
San Francisco

Salomon Brothers Inc

Tokyo (representative office of affiliate)

First Class Mail
US Postage
Paid
New York, NY
Permit No 8155

(图 9-2)

吃惊的不仅仅是我的同事，整个金融市场的反应都差不多。备忘录发表之后大约半个小时左右，一位交易师打电话报告说，未等股票市场的开市钟敲响，固定收入证券市场已经开始了反弹。到上午 10 点，债券市场和股票市场双双出现剧烈的反弹。在一片激动和混乱的气氛里，约翰宣布结束华尔道夫的会议，我们急急忙忙赶回办公室。交易量暴涨，交易厅里一派生气勃勃的景象。

这个交易日——1982 年 8 月 17 日，星期二——结束时，市场创下了记录。道-琼斯工业平均指数上升了 38.81 点(4.9%)，是历史上单日升幅最大的一天。换手的股票数高达 9286 万股，接近历史最高水平，有 10 只股票以当天最高价收盘。债市的进展也非常顺利。长期国债的价格上窜了 40 美元(面值 1000 美元)，最短期利率下降了一个多点。

全世界的商业报刊都将市场的这次反弹归功于我的利率预测。《华盛顿邮报》的报道更加大胆，尽管白宫发言人拉里·斯皮克斯“认为总统周一晚上的全国讲话可能对投资者产生了某

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“是的，我的顾问是亨利·考夫曼，只要他一开口，所有的人全都一拥而上。”

（图 9－3）

原载于《纽约邮报》，1982 年 8 月 19 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些影响”，但该报的结论是，牛市是由“华尔街分析家亨利·考夫曼的一篇乐观的预测文章所引发的”。其他报纸也附和这种观点，其中包括伦敦《金融时报》，它的通栏大标题上写道，“考夫曼预言利率下跌，华尔街市场大升”。

同其他人一样，我对市场的反应也是大吃一惊。无论如何，几个月之间我们就已经穿越了高利率平台——当然，从10月峰值以来，收益率的下降倒是不多。而且，以前我也曾发布过一些我自认比这次更为深刻和更有预见性的有关经济和金融市场的见解。不过，这一次的条件的确是成熟了。从各方面来讲，我所做出的有关利率下降的预言产生了一个影响广泛但仍然颇受怀疑的效果：二战结束以来持续至今的熊市市场从此彻底转向。

90年代，勇敢的利率世界

90年代早期，美国经济达到了一个高峰，此后则开始陷入衰退。但是，这一轮的下降同以前相比有几处重要的不同。国内有许多存款机构——银行和储贷协会等——重伤在身，其中一些甚至是致命伤。他们遭受了惨重的贷款亏损，但亏损准备金却严重不足，导致其资本储备严重减少。银行股票的价格大幅下降，一些全国最大的金融机构的股票价格跌至不足10美元。如果管理当局严格执行他们的要求，已经很高的破产率还会进一步上升。

同时，许多公司也背上了过重的负债。这在很大程度上是由于80年代令投资者意醉神迷的垃圾债券繁荣的一个结果。高度的杠杆化限制了许多企业的经营弹性，经理们不得不奋力挣扎改善其资产负债表，其结果往往会损害公司业务的其他方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面。毫不奇怪，在债券市场上，由于信贷质量的差距，收益率的变化非常大。这在最著名的银行发行债券时表现得特别明显。例如，化学银行的债券的收益率要比同期限美国国债高出



（图 9－4）

* 手中人物从左至右分别为里根、撒切尔、中曾根康弘。

400～600 个基本点，而它的股票在市场上的价格也远低于其帐面价值。

阻碍经济复兴的不仅仅是上述利率方面的表现。银行竭力巩固其薄弱的资本地位，他们拒绝随联邦基金利率下降而相应调低其最优惠贷款利率。尽管联储为了刺激经济而在 1989 年将联邦基金利率下调 130 个基本点（1.3 个百分点），但在 1990 年初期，收益曲线实际上没有任何起伏，这当然不可能刺激借款人的借贷欲望。（相反，正向爬升的收益曲线——短期利率低于长期——鼓励信贷创造，因为贷款人可以用低于中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期和长期资金的利率借到短期资金。）根据上述情况，我得出结论，联储要想让市场上出现正的收益曲线就必须大幅度降低利率。如果力度不大，其效果将很快被场内人士所使用的形形色色的新信贷工具所冲销。至于有些专家认为正向爬升的收益曲线将激起通货膨胀预期的看法，我不能同意。除非采取断然措施，否则许多碰上麻烦的债务人和机构被拒于金融市场大门外的时间就显得太长了，而这会对经济造成损害。

不仅如此，联邦预算——在80年代的大多数时间里采取了高度刺激性的财政政策——对经济的影响正在减弱。但其金融影响却一如既往。70年代，联邦年度财政预算赤字平均为265亿美元（GDP的2.2%），80年代则攀升为1566亿美元（GDP的2.2%）。考虑到赤字的这种爆炸性增长，我认为当局不大可能再启动新一轮的赤字消费。因此，振兴经济的重任只能靠一项更富包容性的货币政策。

我还注意到，联邦政府的一项主要开支——国防费用——的增长速度开始下降，迫使许多国防合同匆忙转向其他活动。最重要的是，国际利率水平也居高不下，不可能指望在这种环境下全球经济会很快复苏。90年代初期，加拿大、英国、法国和日本的短期和长期利率比起美国来都低不到哪里去——日本的长期利率为6.8%，10年期国债为5.7%——而德国的利率只比美国低一点点。

与此同时，我坚持认为经济不可能快速地发动，无论经济复苏采取何种形式，其速度都会非常缓慢，至少在初期会是这样。各种障碍——存款机构衰弱，企业经营过度杠杆化，剧烈的国际竞争——压倒了一切。巨大的债务束缚了财政政策的手脚，惟一的希望就是宽松的货币政策。1993年，联储最终决定放松银根，利率急剧下降；到10月份的时候，长期国债收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益率已经从经济复苏初期的8.76%下降为5.97%。但债券市场极不平静。长期债券收益再次回升到1994年11月8.08%的高位，而到1998年秋天又落到4.86%，接着又开始爬升，1999年夏天达到6%多一点的程度。至少可以说，这些起起落落反映了过头的预期，市场上高度杠杆化的短期投资者越来越多，以及俄国债券违约和长期资本管理公司破产等金融危机的不确定性。在这种情况下，投资者总是更看重流动性。

90年代的利率波动表现出一个特征。在此后的长期经济扩张过程中——战后最长的一次——利率同经济复苏的起始阶段相比大大地下跌了。之所以会出现这一不同寻常的模式，在很大程度上是因为通货膨胀始终受到了控制，即使近年来失业率已经下降到通常会引发通货膨胀的水平。在90年代经济扩张的第一阶段，固定收入证券市场极大地受益于企业界的财务困难，这迫使后者和金融机构改造结构、提高经营效率并且改进其资产负债表。

90年代的美国金融市场同样还受益于欧洲经济步伐的放慢以及日本的长期深重的商业衰退。在这种环境下，美国企业很难提价，从而有助于抑制通货膨胀。它还吸引了大批外国资金进入美国，这抵补了美国家庭储蓄的不足。来自外国的竞争同样限制了涨价。另一个抑制通货膨胀的因素则是人们经常谈论的美国技术的进步，从发达的计算机网络，到企业微型化以及更有效率的存货管理技术。

90年代后期美国经济的另一个特点是联邦预算赤字的削减，最后则是一个巨大的预算盈余。这些戏剧性的成就从根本上改变了1990年以来的信贷流动模式。随着联邦债务的增长速度在90年代的下降直至债务减少，企业和家庭的债务也一度减少，不过近来又出现了急剧的增加。企业的债务重负中有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一部分来自回购股票的需要，而家庭举债也被用于购买债券和股票。但是，一旦联邦政府开始新一轮的巨额赤字预算，今天投资人大宗持有的金融资产很可能会大大贬值。

这就是财政因素和货币因素，公共投资和私人投资，国内和国外形势之间的联系，正是这种种联系造成了经济预测的复杂性和它独特的魅力。

保持客观态度

从上面的例子中可以体会到金融预测工作的某些困难，即使在一向讲求量化的精确的经济和金融的领域中，预测未来也是一件极不容易的工作，因为信息总是不完备的。

但是，金融观测的更大困难在于如何保持客观性。身为预测师和上百名经济学家及债券分析师领导人的经验告诉我，有许多压力——来自各个不同的方向——会削弱金融预测的客观性。

宣布预测结果的活动本身就是高度政治化的。在预测获得检验之前，人们可以随意就此进行评论。就算最后证明你是正确的，恐怕也难免不断有人批评甚至嘲笑。因此，许多预测师为了求太平只好紧跟大众的一致看法。但是，满足于做同事们的回声筒意味着你将丧失报警的职能，而这恰恰违反了预测的本意。

在当前的预测圈子里，另一种倾向是同趋势保持一致。在多数情况下，这是一种安全策略，因为商业和金融趋势不大可能随时变来变去。但是，不管多么困难，风险有多大，预测的真实价值不就是预见到连续中的变化吗？我一向认为，只有在考察了诸多趋势和要素之后，才有可能预见到重大的或结构性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的变革。这种方法不可能是高度量化的，但却是非常有用和令人满意的。

例如，我曾经预测到，一旦限制存款机构自主确定利率的法令被取消，那么在银根收紧期间争夺资金的活动将非常激烈，这会推动利率以出乎预料的额度上升。在这一例子中，法令的改变直接对利率产生了影响。但是另一次，当我观察到传统金融机构资产交易量快速增长以及对冲基金的兴起，我预言金融资产价值的波动性将会加大。这一回，我不得不在华尔街内部（而不是外部的经济和法律环境）去寻找宏观经济现象发生变化的征兆。

困难在于，仅仅做好预测研究还不够，你必须善于表述。许多分析师和经济学家，其中也包括一些曾在我的指导下工作过的，他们总是将结论埋在堆满了历史数据的长长报告里。我一向赞成将主要结论放在最前面的做法，统计资料的排列应当让读者自己可以轻松地得出结论。不幸的是，金融市场上至今仍然充斥着有关企业和经济的原始统计资料。数据的堆砌似乎是故意为了让客户对研究的深度留下印象，而没有其他的实用目的。既然计算机已经广泛应用于数据处理，分析师应该——正如他们的头衔所指出的那样——更多地进行分析，而不仅仅是罗列数据。

但是，为销售一方的机构（证券公司和银行）工作的分析师和经济学家所遇到的最大挑战还是如何保持客观的态度。今天，我们对此已经了解得很清楚，有许多人达不到这样的要求。一方面，预测师要花费大量的时间进行研究，扩展知识。另一方面，投资者和公司的客户们又会不断地征询他们的意见。一位优秀的销售人员——千方百计榨取分析师的每一点知识——会敦促他经常地同公司的主要客户进行长时间的会晤。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有时，研究者被穷根究底，根本应付不来。因此，分析师或研究部门的负责人有必要对此进行适当的限制。

有时分析师应邀帮助业务部门开发一次交易或承销一次新证券的发行，或游说商业银行的一位新客户，此时分析师的客观性将受到严重的威胁。我此前曾多次就这个问题作出过评论。1994 年爆发的墨西哥金融危机就是一个生动的例子。我在《华尔街日报》上发表的一篇文章里指出，除了几篇学术性文章之外，全球金融体系的参与者中——尤其是美国的从业人员——没有一个人谈到墨西哥的潜在问题。这是一个令人吃惊的事实，考虑到我们拥有如此多的银行、证券公司和共同基金——每家都配备了一个由经济学家、分析师和公司金融专家所组成的小组，而他们的工作就是对诸如墨西哥金融状况这样的问题进行评估。

我个人认为，导致这种重大错误出现的原因可以归结为两点。第一，它暴露了许多金融机构注重短期利益，忽视长期利润机会的心态，而他们的研究人员也只能遵从这一思想。第二，它证明了，金融市场上的结构性变化正在鼓励投资者——他们未必都能理解其中的利害——去承担越来越大的风险。在高额利润的引诱下，许多金融机构开始加速向墨西哥及其他发展中国家投入巨额资本。几乎没有哪一位分析家曾经警告过，一旦出现流动性问题，他们在新兴市场上的金融资产的价格波动将会达到何种程度。在我们现有的投资环境中，许多分析师和经济学家不得不屈从于其雇主扩张市场的野心而牺牲自己的客观性。即使他们之中的佼佼者也不免陷入完成一桩大交易或高额证券销售的狂喜之中。

应当指出的是，主要工业化国家的政府和最关键的多边金融机构——国际货币基金组织和世界银行——引人注目地保持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了沉默。他们既没有警告墨西哥当局，也没有提醒投资者可能出现的金融问题。如果说他们对墨西哥政府在 1993 年和 1994 年的货币、财政或汇率政策有任何保留的话，至少他们没有公开讲出来。没有一位负责官员做过一次哪怕是温和的声明，提醒投资者在墨西哥投资要三思而行。

美国证券与交易委员会主席阿瑟·列维特（Arthur Levitt）于 1999 年 10 月在纽约经济学俱乐部作了一次重要讲话，他在讲话中提出了上面的问题——政府的主要官员头一次正面谈论这方面的话题：

> 我们所做的关于分析师及其所属公司之间关系的研究表明，分析师往往倾向于放松标准以保护公司的利益。分析师的角色是公司吹捧者和投资者指路人两者的混和——竭力抬高本公司的承销才能，向投资者兜售另一家公司的前景。
>
> 更为重要的是，分析师们的工作报酬如今越来越多地同公司里企业金融部门的获利状况，以及他们对自己所负责的交易的贡献联系在了一起。在许多情况下，雇主希望他们表现得更像是促销员和市场营销专家，而不是公正冷静的分析家。
>
> 出自华尔街顶尖商业银行的一份备忘录最坦率不过地暴露了他们的立场："作为一项坚定的工作有争议的评论……我们的哲学和落实到行动上的都应当是'不对客户发表负面评论'。"

我在所罗门工作的时候，并没有要求分析师们牺牲其研究的客观性，这些经验也许有助于说明金融研究应当怎样保持自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己的独立性，抵制来自公司的往往不正当的片面商业利益的压力。

刚进所罗门公司时，这根本不成问题。在交易师和销售人员对我们的工作感兴趣之前，我们首先必须证明自己的价值。当时也没有从众的压力，在60年代早期的华尔街上还不存在所谓的共识。从事预测工作的不过寥寥数人，政府经济顾问委员会发表的年度预测的效力则颇受怀疑。

不过10年时间，我们的部门已经树立了自己的良好声誉。自此之后，该部门仍然保持了它的独立性，这在很大程度上是由于我本人于1972年进入了公司执行委员会。在那里，我的地位允许我直接抵制偶尔出现的要求研究人员牺牲客观性的做法。通常，不等具体研究人员知道，我就打消了这些想法。例如，在1984年，《纽约时报》头版引述了汤姆·汉利——一位极受器重的股票分析师——对约翰·里德（John Reed）出任花旗集团CEO的新闻所做出的纯然反面的评论。“赛马结束了，”汤姆说，“我真的不敢相信。这太令我吃惊了。”（《纽约时报》，1984年，6月20日）

汤姆这番毫无政治策略的声明见诸报章后，所罗门公司经理委员会在当天就召开了会议。与会人员一致认为，本公司应当同这家有势力的银行保持密切的关系，不少人坚持解雇汤姆。作为汤姆的顶头上司，我告诉委员会自己不打算解雇他，因为他有权保持独立的见解，尽管我保证会警告他注意措辞。我争辩道，如果所罗门公司解雇了汤姆，所罗门研究部的声誉——也许还有公司的声誉——将严重受损。还有一次，儒勒·马尔丢提斯——航空业分析师——写了一篇有关波音公司的负面报道。公司里的投资银行家们很不高兴，因为报告在发布之前没有让他们过目，而且他们根本就不希望有这么一份报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告。我向他们解释说，负面的报告就像正面的报告一样有指导意义，不过我保证下次我们会事先通知公司金融部的专家们，让他们可以在报告发布前先结清自己的户头。

我本人在发布预测时采取的是一种独特的方法。我总是以书面的形式公开自己有关市场转向的观点。也许是在每周一次的“利率评论”上，或是在写给投资组合经理们的特别备忘录中，要不就是在演讲稿里。事先不会给交易师或销售人员特别准备一份。应该承认，这种做法未能取悦于公司里的所有人。有时，所罗门的交易师们会打电话给我，抱怨我的评论造成了他们的损失（因为他们手上的头寸刚好同我的预言相反）。但是，在公司里没有一位高级合伙人为此而抱怨过哪怕一次。

不过，后来我发现某些高级合伙人对研究工作的态度发生了某些微妙的变化。有些人质问研究部对公司利润的贡献有多大。每当碰到这种议论时，我会开玩笑地说研究部的工作贡献了 1/3 的公司利润。对此典型的反应是，“请予证明”，而我的回答则是“请予否证”。有些人试图令研究工作增加一些内部化的色彩，以支持资产交易和投资活动。就在我离开的前一年，曾有人建议（不是由约翰·古特弗伦德本人提出的，但得到了他的同意）由另外的人取代我负责研究部的日常管理。我意识到这样做的目的无非是想放松我对研究工作的控制，并且让研究业务迁就销售方面的需要，于是断然予以拒绝。

当然，这是一种强大的力量，导因于投资银行家及其客户之间关系的非个人化。随着交易额的增长，亲密的关系被抛在了一边，代之以从交易、承销和合并业务中所取得的利润。

自从我 1989 年离开公司后所罗门内部所发生的那些众所周知的事情只不过再次证明了，确保研究客观性的最佳屏障就是坚强的领导。而这就要求研究部门的领导人必须在最高管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

层里占有一席之地。这还不够，最高管理人员必须公开支持诚实和客观的研究态度，即使这意味着可能损失一些短期的利益。否则，研究人员将丧失其信誉，进而丧失其对于公司和客户的价值。



"他的名字是亨利·考夫曼，老天知道他心情不好，
但他不是那位"末日博士"亨利·考夫曼。"

（图 9－5）

"末日博士"的由来

从 70 年代末到 80 年代，我的分析报告开始受到媒体的广泛关注，一些媒体人士开始称我为"死亡博士"或"末日博士"。大约就在同一时候，阿尔伯特·沃尼罗——第一波士顿公

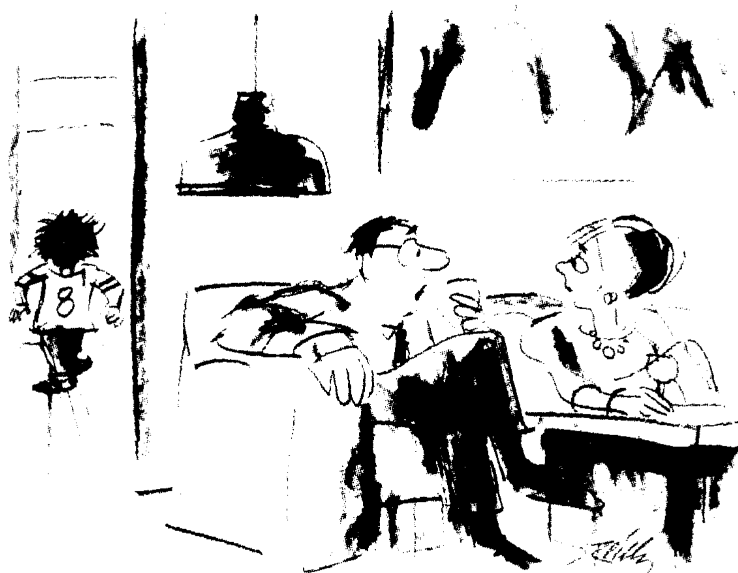
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司享有盛名和影响力的首席经济学家——不幸地摘走了“死亡博士”的绰号。阿尔是我的老朋友。我们的祖籍是一处：我来自纳粹德国，他是从奥地利逃出来的。我们曾经是纽约联储银行里的同事，他担任一个部门的主任，我在另一个部门当副主任。1962 年，我加入所罗门兄弟公司。此后，大约一年左右，阿尔加入了第一国民城市银行（今天的花旗集团）。后来，他又到第一波士顿公司工作，阿尔的观点经常见诸报端。阿尔比较注重宏观经济因素，而我却更看重信贷市场的变化和（特别是在 80 年代）联邦预算赤字。尽管所用方法各不相同，我们却经常得出一致的结论。阿尔是一位见解深刻的经济学家，他的演说是条理明晰的典范。

多年来，我同阿尔之间一直互通声息，通常的形式是他定期召集被称为“四方会谈”的午餐聚会。我们差不多每隔一个月在一起就近期的经济和金融发展作非正式的讨论。事先从没规定过议事日程，而谈话的范围也是海阔天空无所不包。除了阿尔和我，还有一位发起人至今还参加这些年的午餐聚会：列奥纳多·桑托（现在是 Santow，Griggs 公司的合伙人），这几十年来，他对联储和美国财政部内幕的了解总是能够令我吃惊不已。第四位发起人是保罗·沃尔克。当保罗前往财政部任职之后，他的位置由杰克·诺耶斯所取代，他是 J·P·摩根公司的研究部负责人，在此之前则是联储理事会下设的研究部的主任。杰克退休之后，继任者则有查尔斯·桑福德，信孚公司负责人，以及里默·德福雷，J·P·摩根公司国际研究部主任。“四方会谈”在我的职业生涯中占有一个特殊地位，在那里我们可以超越政治和个人偏见，无拘无束地交换意见。

我之所以背上“死亡博士”和“末日博士”这两个绰号，是因为我经常对金融界周期性发作的金融过热表示担忧，担心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(图 9-6)

“这么小的孩子讲话腔调已经跟亚当·斯密和亨利·考夫曼一样了？”

管理当局不能采取及时的措施阻止过热的回潮。绝大多数分析师都不愿意承认坏消息或对未来发出警报。但是，在我的心目中，真相和准确性的地位一向高于政治权宜和一厢情愿。因此，我常常成为股票市场或利率前景一派看好的大合唱中极为孤立的看淡者。

我曾经作过的警告——发表在“信贷评论”上或专门的备忘录中——包括：70年代危险的通货膨胀攀升；金融机构的狂热以及创业融资的狂热；企业经营过度杠杆化；公共政策的不到位等。通货膨胀一向是我关注的重点。这种担心可以回溯到我的少年时期，我的祖父向我描述过当年通货膨胀肆虐德国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的情景。多年学习金融史的经验也坚定了我的这一信念，在历史上，由于货币贬值导致社会崩溃的例子比比皆是。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章　联储走上舞台中央

我永远也不会忘记小时候记住的教训，货币和信贷结构的崩溃将在社会和经济结构中引发浩劫……货币很重要，但信贷更重要。

今天，中央银行名声之坏是现代史上从没有过的。货币政策，就像经济学本身一样，是一门“沉闷的科学”（凯恩斯的说法），盯住联储的一举一动已经成为一项流行的运动，不仅吸引了市场专业人士，同样也成为一般大众感兴趣的话题，随时都会有一大批有关中央银行动态的最新消息供人议论。近年来，联储主席的知名度已经可以和总统、体育明星和摇滚歌星相提并论了。根据民意调查，现任联储主席被广泛认为是国内权力仅次于总统的人，他比任何一名国会议员以及美国财政部长都更有权。事实上，在《财富》杂志 1996 年对 204 名国内最优秀的 CEO 所进行的调查中，有 41%的人认为艾伦·格林斯潘同总统克林顿一样重要，甚至比他更重要。

这样的地位并不是历史上传承下来的。实际上，货币政策如此引人注目，这在战后经济生活中是一个相当晚近的现象。50 年代末，我在纽约联储工作，那时的联储主席是比尔·马丁（Bill Martin），他在华尔街上是一个非常受尊敬的人，但是绝不可能像今天的艾伦·格林斯潘那样家喻户晓。马丁不得不在近乎默默无闻的位置上苦苦奋斗，而格林斯潘则经常出现在报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纸的头版头条。如果他在参众两院做证，议员们的出席率会接近100%，而他的公开声明被传播到世界各地的金融市场里去，经常会引发戏剧性的看好或看淡的反应。据最近一本讨论这一现象的书籍的作者说，“格林斯潘的讲话和行动是每日财经新闻中必不可少的内容。他一发话，市场就应声而动。连他在特定日子里手中公文包的鼓胀程度也是重要的信号。他躲避记者追逐和冲出麦克风围阵的样子简直就像是最炙手可热的摇滚明星。从任何理性的标准来衡量，格林斯潘现象都应该说有点儿失去控制了。

联储能够发展到今天的地位，它所走过的道路是极不平坦的。二战末期，联储面临着重建高效率中央银行的艰巨任务。它不得不在摇摆不定的、先后由财政导向的凯恩斯主义者和货币供应导向的货币主义者所控制的经济政策之间开辟自己的道路。联储还陷入关键性政策——通货膨胀、失业率和货币总量——的定义和再定义的不断争执中。战后以来，联储曾多次面临金融危机，其中一些是前所未闻的。尽管外表看起来呆头呆脑——联储的办公地点在华盛顿市中心的宪法大街，是一栋庄重的新古典风格的大厦，占了一个街区——近几十年来联储进步很快。联储在战后所走过的风风雨雨是理解该组织的角色及其对今日经济、商业和金融影响的关键。

重建权威和工作重点

联储在二战之后的当务之急是摆脱战时的种种束缚和义务，它花了好几年的时间才重建起独立的权威，明确了自己的使命。

在战时，毫无疑问地，货币政策必须彻底从属于战争经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需求。为了支付军费，联邦政府——正如它在从前遇到战争时的做法一样——动用了征税、借贷、印钞和没收财产等各色手段。罗斯福政府不断加税，直至税收占到联邦收入的 40%（一战时的比例是 33%），此外则靠积极地启动一轮又一轮的公债劝募。这些劝募活动创造了 1570 亿美元的新债，绝大多数卖给了非银行投资者。公债劝募取得如此成功的主要原因是联储和财政部合作将 3 月期国库券和债券的收益保持在固定的水平上（分别为 3/8 个百分点和 2.5%）。为了支持这一收益率，联储在该水平上大举收购政府债券。

可是，战争结束之后，联储——马瑞那·埃克列斯任主席——试图摆脱支持债券的义务，而美国财政部（约翰·西恩德任部长）则坚持双方继续像以往一样合作。其结果即是两个部门间一连串闹得沸沸扬扬的互伤感情的冲突。埃克列斯任期届满后，杜鲁门总统没有留用他，但他还是联储理事会的成员。

最后，在 1951 年，联储终于免除了支持债券利率的义务，它立刻为自己规定了一项更为积极的角色。它的公开市场操作对象仅限于国库券，据信在联储投放新资金或从银行系统中抽出资金时，国库券的短期特性将鼓励场内人士主动暴露自己的期限结构偏好。这一做法反映了联储隐身于幕后操作的强烈愿望。1961 年，这种做法终止了，联储宣布其公开市场帐户将容纳公开市场上各种期限的政府债券，甚至包括那些期限在 5 年以上的品种。

这一变化反映了联储的双重愿望，一方面它希望长期利率相对较低以支持国内经济，另一方面又希望短期利率足够高以防止资金外流。公众对此当然毫不知情，但经济学家和专业人员当然不会不注意。事实上，早期我作为联储观察家的一项基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本工作就是预测联储将在什么时候向市场投放其储备，不管是国库券还是息票。今天，这仍然是联储观察家的主要任务。

在二战之后的早期岁月里，联储的政策主要受战前20年经济灾难的影响：20年代的过度投机和30年代的大萧条。普通公民和当局的一些决策者都认为：首先，联储未能击破投机泡沫，其次，它未能尽力阻止大萧条（或者，根据另一种更流行的看法，它的行动事实上加剧经济灾难）。

无论如何，我们可以说，联储在战后执行的仍然是30年代推行的新的管理政策。30年代构成了金融史上的一个转折点，投资银行和商业银行被迫令分业经营，证券与交易委员会也是那时成立的。在此后的一段时间里，新的规则——多数是分割市场并约束银行的借贷和投资活动的——令联储无需特别积极即可以完成工作。

正因为如此，当联储恢复中央银行的职能之后，首先碰到的问题就是重新考虑自己的使命和策略。这可不像初看起来那么简单。1946年通过的《就业法》承诺经济决策制定者“促进最大限度的就业、生产和购买力”，但是对联储的目标却没有明确的规定。1978年的《汉弗瑞·霍金斯法》对联储的角色的规定比从前清楚得多，但结果却是一个双重的目标：帮助实现充分就业和稳定物价。

但是，在涉及到特定的政策行为的时候，这两个目标常常是相互矛盾的，为此联储往往不得不做出重大的妥协，或在政治上树敌。许多政治家和经济学家已经强调了充分就业的目标。联储内部也有人同意将它作为中心目标，但是总的来说联储还是专注于管理货币和信贷，在鼓励经济增长的同时稳定价格。

有趣的是，二战以来最有影响力的两家中央银行——联储

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和德国中央银行——都是从各自所面临的严峻考验中脱颖而出的。美国中央银行是在通货紧缩、失业率高涨的背景下进行重整重建的，而德国中央银行则是在30年代超级通货膨胀的背景中成熟起来的。一位中央银行史学者写道："银行挥之不去的梦魇——在外人看来也许过分夸张了——仍然是1923年的奔腾式通货膨胀。"历史绝不能重演"是德国中央银行最振奋人心的口号。它深知自己绝对不可以犯的错误就是货币纪律松弛"。

联储在战后的调整包括逐渐地认识到它必须在通货膨胀和失业之间做出权衡取舍。至少有两方面的因素促成了这一变化。首先是大萧条已经多年未见踪迹了。战后，许多当局决策者（以及大多数美国人民）都认为，随着经济重回和平时期的轨道，我们将遭遇一次重大的衰退。但是，到1950年末，情况已经很明显，事实上发生的恰恰是相反的结果。第二，中央银行家们反通货膨胀的决心随着时间的发展得到了加强，因为他们对价格上升导致经济和金融活动的扭曲后果看得越来越清楚了。

70年代的经济形势也给中央银行带来了重要的教益。当美国联储致力于扩大需求、增加货币供应以避免经济衰退的时候，德国和日本的——这两家中央银行奉行更为保守的货币政策——经济状况则好得多。教训看来是很清楚的：中央银行应当拥有更加独立的地位。因此，美国、英国和日本的中央银行的独立性都得到了提高。此后，当欧洲货币联盟成立的时候，相应地也成立了一个独立的欧洲中央银行。

凯恩斯主义和货币主义

联储的目标究竟是什么？这成为战后两大经济学派——货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币主义和凯恩斯主义——争论不休的主要问题之一。货币主义认为货币供应过多造成了通货膨胀，所以联储的责任是控制货币供应。问题当然不是这么简单，许多不那么正统的货币主义经济学家的说法是，除非货币供应量快速增长，否则通货膨胀不可能长期（何谓长期则从未定义）持续下去。另一方面，凯恩斯主义者则认为通货膨胀往往是非货币因素引起的，例如工资的增加和进口产品、提高价格等。他们主张采取一种有弹性的财政政策，例如税收或政府开支，来实现经济的持续增长。换句话说，他们相信，通过弹性的财政政策可以控制对商品和服务的需求。

凯恩斯的理论实际上是财政政策和货币政策的混和体。尽管他发表了许多有关货币政策的见解，但主要还是以萧条时期进行财政干预的理论而出名。他认为，在严重的经济萧条形势下，流通中的货币数量失去了其重要性，商业周期的自我修正机制将遭到破坏。例如，消费者对自己的收入前景极度悲观，即使价格下降，他们也还是减少消费。凯恩斯说，打破这种僵局搞活经济的惟一出路，就在于政府扩大开支，即使造成预算赤字也在所不惜。

按照货币主义的观点，如果当初联储更主动地增加货币供应，大萧条的痛苦本来是可以缓解的。一般地说，货币主义者假设良好的经济增长不需要在通货膨胀和失业率之间进行困难的取舍，低通货膨胀本身就可以促进就业。这一观点到今天已经占了上风。经过长达半个世纪的统治，凯恩斯学派的观点——至少在这一关键性的问题上——终于让位给70年代末的货币主义立场。

凯恩斯最重要的著作是《就业、利息和货币通论》，出版于大萧条危机最沉重的年代（1936年），但是直到二战——它本身就是一项大型的凯恩斯主义的实验，似乎证明了政府大举

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支出的经济价值——之后才蔚为大观。在五、六十年代，许多政策制定者支持一种过于简化的凯恩斯主义的理论形式，认为国家经济的健全单纯有赖于财政政策的运用。根据这一观点，政府不必关心长期的货币变化趋势，只要加大开支，一切问题都可以迎刃而解。凯恩斯之所以能在几十年的时间里保持巨大的影响，不仅是因为他卷帙浩繁的著作，还因为他参与了许多政府的活动。他曾代表英国财政部参加第一次世界大战结束后的巴黎和会，并且在国际货币基金组织和世界银行的创建过程中发挥了重要作用。

如果说凯恩斯是（也许是无意间成了）战后经济问题的财政解决方案之父，那么米尔顿·弗里德曼则是最有影响的货币主义者。弗里德曼以战后货币主义的集大成者而著称。同凯恩斯一样，他也是由于一部著名作品而声名鹊起的，这就是《美国货币史：1867—1960》，该书出版于1963年，是他和安娜·施瓦茨合写的。与凯恩斯不同的是，弗里德曼从未脱离学术岗位，这也许反映了他对政府事务的反感。尽管如此，他的演讲和著作已经对20世纪后期的经济学思想和实践产生了极为深远的影响。

马乔瑞·迪恩（Marjorie Deane）和罗伯特·普林格（Robert Pringle）在他们论中央银行的优秀作品中对凯恩斯主义者和货币主义者之间的争论做了精当的总结："持续不断的争论主要集中在以下方面：货币主义者假设，如果放任自流，经济将自动实现无自愿失业（除非政府进行了不必要的干预）下的均衡；而凯恩斯主义者则认为，由于在主要市场中，特别是在劳动力市场上，出现了许多"刚性部位"，这种不均衡可能会持续数年。由此出发，货币主义者主张联储盯住固定的货币增长目标，而凯恩斯主义者则主张给联储留有余地，从而为满足经济的短期需要修正货币供应的增长速度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为研究经济学和经济史的学生，同时也是一位从事实务工作的经济学家，我本人并不特别地钟情于任何一方的观点。我认为双方都有优长，也都有不足之处，这一看法在我加入所罗门公司之后得到了确证。1968年，我参加了一场公开的辩论，双方代表分别为米尔顿·弗里德曼和沃尔特·海勒（Walter Heller）——60年代早期肯尼迪总统减税时的经济顾问委员会主席——代表凯恩斯主义的立场，这场辩论打消了我倾心于任何一派的念头。所罗门兄弟公司对此提供了赞助，辩论是在纽约大学商学院的一间礼堂里举行的，里面坐满了企业、金融界的领导人和经济学家。在那些日子里，两派之间的争论居然有如此大的号召力。

首先发言的是沃尔特·海勒，他演讲的题目是“货币主义政策是否兜售过头了?”米尔顿·弗里德曼第二个发言，针锋相对，“财政政策是不是兜售过头了?”亲眼见到两位经济学巨人进行思想交锋让我兴奋不已。每一位都是技术娴熟、打动人心的演说家，只不过弗里德曼当天稍微有点儿吃亏。海勒是高个子，校方为此专门将讲台桌升高，但是小个子的弗里德曼却够不着。那天，我们坐在下面的人只能看到这位伟大的经济学家的头顶。但是，这丝毫不妨碍他的演讲的力量。

我对这两个理论的共同看法离不开在商业和金融实践中用它们作为工具时所遇到的僵化的困难，因为现实常常是不可预测的。它们之中没有一个能够拿得出哪怕理论上有可能在未来一年左右的时间里做出准确预测的变量模型。在现实的经济生活中，货币供应的变化同经济表现的变化之间不存在一致性。财政政策的变化同样可能对商业和金融市场产生完全不同的影响。这种种的变数令我怀疑，一味拘泥于凯恩斯主义或货币主义可能削弱我作为预言家和经济与金融观察家的效率。

在发达的工业化社会中，货币主义者所主张的政府角色可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能是最消极的了，也许根本就实现不了。我们社会的商业和金融结构中所固有的不完善，必然要求在迈向经济发展的过程中得到政府的关注。此外，我永远也不会忘记得自童年时代的教训，货币和信贷结构的崩溃对社会和经济结构的灾难性影响。由此，我得出自己的结论：货币重要，信贷更重要。在我所执业的金融世界中，这一点尤为真切，因为货币和信贷的联系并不像经济学理论中所说的那样密切。

当我坐在台下聆听沃尔特·海勒和米尔顿·弗里德曼的辩论时，脑子里想的却是我在现实世界里的工作经验如何挑战凯恩斯主义者的立场。弹性的财政政策——据说能够正确地协调经济需求——本身就是很成问题的。凯恩斯方法的核心是建立在很单纯的假设基础之上的：他们认为对经济失衡施以财政纪律是有可能的。事实却并非如此。例如，广受赞誉的肯尼迪减税方案曾被沃尔特·海勒拈出来作为一项关键性的证据，其实只反映了财政手段令人高兴的一面。但是凯恩斯等式的另一端——财政手段中不那么令人高兴的一面，也即及时抬高利率和削减联邦开支——在60年代却遭遇了悲惨的失败。在60年代中期越战猛烈升级的时候，无论是约翰逊总统还是国会，他们全都反对凯恩斯主义者所提出的紧缩财政的建议。尽管许多凯恩斯主义学派的经济学家呼吁政府增税，但国会和总统就是不为所动。

当国会最后终于同意在1969～1970年度增税时，不光幅度太小，而且时间上也错过了。增税方案通过的那天，我正坐在经济顾问委员会主席阿瑟·奥昆（Arthur Okun）的办公室里。当阿瑟接到一个国会打来的电话通知他增税方案已获通过之后，他表现出掩饰不住的喜悦。然后他转向我说道，“现在我们应该敦促联储降息了，”仿佛这是一种可以马上执行的交易。而联储果真调低了贴现率——大错铸成。通货膨胀继续走高，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经过短暂的停顿之后——随着金融市场焦虑的加深——利率又开始爬升。

到了70年代，弹性财政政策作为稳定经济手段的声誉遭受了更大的打击。在宾州中央铁路公司倒闭之后，经济决策者成了财政和货币的双料扩张主义者。通货膨胀再度上升，美元在外汇市场上备受打压。接下来，保守的共和党总统理查德·尼克松做出了令人瞠目结舌的决定：实行工资和物价控制政策，放开美元币值，令其自由浮动。然而，这些激烈的措施所带来的缓解非常短命。就在总统的计划由第一阶段转入第二阶段的时候，通货膨胀再度抬头。与此同时，放开美元和贬值（这是1971年12月史密森协定的一部分）未能如预期的那样迅速地改善美国的国际贸易平衡，外国人也没有让资金大举回流美国的意思。

捕捉难以捉摸的货币目标

在这段时期里，货币主义政策的表现也好不到哪里去。但是，货币主义学者却取得了相当可观的成就，特别是在通货膨胀粉碎了所有凯恩斯主义企图对它进行约束的努力之后。在70年代早期，联储采纳了一项政策：在长时段里，以货币供应增长和银行储备作为管理目标，同时并没有完全放弃将利率作为货币政策中关键变量的做法。几年后，被称为“务实的货币主义者”的人士改革了这一方案：联储公开宣布在选定的货币总量计量范围内设置中期目标，设定联邦基金利率的浮动范围。与此同时，联储每季度设置一次此后一年内货币增长的目标。

这些新采用的货币政策宣告了新型货币主义的诞生。在战后以来大多数的时间里，联储主要依靠利率手段管理金融体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系。最主要的货币指标是短期利率和自由储备（剩余储备减去各成员行向联储的借款）。在我看来，战后早期阶段联储对此可谓得心应手。例如，在50年代，联储适度提高了短期利率（特别是贴现率），私人部门果然对这一谨慎的信号作出了反应。

后来，联储官员开始寻找能够影响新兴企业和银行业务行为的新的政策工具。这一工作延续至今，足见其难度。至少，单是货币主义者最青睐的货币供应量的控制，就不是一件容易的事。货币概念本身已经被极大地扩张了。最初，联储将货币定义为活期存款和流通中的现金。现在这一定义则包含了定期存款和其他的短期资产。仿佛货币政策还不够复杂似的，联储在过去的40年里又做了多次重新定义。从60年代前期开始，新的货币供应总量包括了M1、M1A、M1B、M2、M3、M4、M5、M1+、L和M1B，联储的控制目标则在这些定义之间游移。

70年代，就在联储忙于货币供应的定义问题时，我已经得出结论，由于金融市场的变化，经济和货币供应增长之间的联系出现了裂缝。前面已经说过，金融市场的自由化意味着信贷取得了比货币更重要的地位。简单地说，联储已经失去了对债务创造过程的控制。这一趋势始于60年代，中央银行开始采纳放任债务创造的政策，特别是在银行体系中。当政府在很大程度上取消了针对大额存单的条例所规定的利率上限时，这一趋势得到了促进，上述决定不仅鼓励银行提供贷款，同时还鼓励他们收购浮动利率的银行债权资产（收取高于贷款成本的费用）。

这类操作冲销了银行交易的货币利率风险，由此导致了债务扩张和贷款增长的新浪潮。联储的传统手段对此无能为力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（诸如为货币总量设定增长目标等）。事实上，这一转变——取消贷款人的货币利率风险，推动债务创造——将金融机构的身分从临时资金和储蓄托管人转变为金融企业家。

就在这一切变化正在发生的时候，联储对债务的增长却视若无睹，相反，它试图监督和控制货币供应的增长（M1），这只占美国债务结构和经济活动中的一小部分。我认为应该正视联储控制货币供应的方法中过时的一面，寻找新的、更适合的货币目标。目前关于货币供应的定义——定期存款加上在银行体系外流动的现金——较之 10 年、20 年前占国民生产总值的比例已经小多了。货币供应同 GNP 的关系正在脱节。市场上出现了许多货币替代品，高利率的诱惑导致人们大力削减手上持有的现金头寸。不仅如此，货币供应增长已经不再像从前那样以一成不变的节奏领先于整个经济活动的步伐了。有时领先的期间会很长，而且在每一轮循环中都会有所不同。

在 1975 年 5 月举行的美国商业作家年会召开前，我发表了一个讲话，建议确定一项新的货币政策目标：债务创造。我在 1975 年 2 月众议院预算委员会做证时就已经详细阐述过这一建议，此后在联储理事会会议上又作了重述，在场的听众中包括联储主席比尔·米勒。此外，我的建议还得到了哈佛大学本·弗里德曼（Ben Friedman）教授的支持，他出版了一部有关信贷总量的细致分析的著作，赞同以非金融债务作为监控目标。

我的主张是以全部债务作为控制目标，这是可以合理测量的（只有极短的滞后），具体做法是引入一项金融基础远比货币供应宽泛的债务指数（debt proxy）。债务指数将包含国内非金融私人部门所持有的信贷市场工具和存款（家庭、企业、州和地方政府）。从历史上看，债务指数和 GNP（现值美元）具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有显著的相关性，这一点得到从50年代早期直至1977年的数据的支持。不论在历史上的商业周期、通货膨胀还是利率剧烈浮动的期间来考察，债务指数与同期GNP总是一起移动，这足以证明两者间关系的稳定性。简言之，债务指数的水平实际上等于，而且总是精确地校准于GNP。以季度为周期的回归分析表明了极大的一致性。

1983年，联储——注意到我和其他人的建议——终于开始设立国内非金融部门债务总值增长的监控目标。令我失望的是，尽管新的美国资本市场计量方法中所包含的项目比从前多得多，但事实证明仍然不够全面。仅举一端，数据的时效性不足，难以支持政策的执行。更为重要的是，在货币和资本市场上持续的快速变化过程中涌现出来新的工具和额外的信贷创造，这些都没有包含在内。此外，会计和公告方面的漏洞妨碍了对日益增长的金融机构巨额表外业务活动的把握，金融衍生品业务即是一例。

到了70年代后期，我一向以来所怀有的对经济政策效果的担心进一步加深了（见图10-1)。1979年初，我看不到任何新政策的积极方面。当局者，包括总统在内，对此也越来越不满意。美国步履艰难的经济和金融现状，特别是通货膨胀的严重性，促使卡特总统更换联储的领导人。1978年初，他任命企业经理威廉·米勒（William Miller）为联储主席。米勒既不是银行家也不是经济学家，他此前毫无管理货币的经验。当我听说了比尔的任职消息时，我真为他在这个复杂的新职位上的命运担忧。我曾同他有过几次交谈，大部分是在所罗门兄弟公司的午餐会上，那时他还是Textron公司的首席执行官，这是一家经营范围极广的大企业。

他具有担任一名CEO而不是中央银行行长所需要的全部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条件。这不禁让我担心：他多久才能掌握中央银行业务的个中奥妙？由于缺乏中央银行的工作经验，他会不会在政策上屈从于任命他的总统？他能够对货币主义与凯恩斯主义之间争论中孰是孰非的问题给出客观的评价吗？我同时还怀疑他是否有能力领导和说服联储公开市场委员会里的其他成员，他们都是在货币政策领域中历练有年、经过充分训练的专家。这一杰出的经验丰富的群体中包括亨利·瓦利奇和莱利·格雷利——都是联储理事会的理事——还有保罗·沃尔克，他拥有两个举足轻重的头衔——联储公开市场委员会副主席和纽约联储银行主席。

不幸的是，目前没有任何到位的政策足以遏制日益增长的经济和金融过热。事实上，官方声明中关于通货膨胀已经成为国内经济中头号问题的说法很可能言不由衷。这些声明只能说明最近一段时间以来我们一直未能正确地理解我们所面对的挑战。如果事先能够正确地预见通货膨胀并且采取防备措施，今天也就无须再发布声明承认失败了。当然，认清目前的问题本身就是朝着正确方向迈出的一步。不过，考虑到目前经济与金融形势的复杂性，我相信不会有轻松或简单的答案。不论采取何种行动，总会有一些部门，甚至整体经济，将会遭受痛苦。让我感到遗憾的是，我们几乎没能从60年代以来经济和金融领域中的尴尬经历中学到任何教训。其结果就是我们不得不再一次面对严重的经济失衡。

亨利·考夫曼，“经济过热与金融收缩”，1978年6月28日在国会联合经济委员会的证词。

（图10－1）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国政府正在迅速地丧失它在处理严重的通货膨胀问题上的能力。事实上，从最终效果、迅速反应和公众信心的角度来看，稳定政策似乎无能为力。在某种程度上，这一束手无策的局面反映的是缺乏对经济根本好转前景的信心和不愿做出困难的甚至是痛苦的决定的心态。

政府的三个主要政策部门似乎都缺乏解决通货膨胀问题所必需的决心和能力。10月末发起的自愿的收入政策（voluntary incomes policy）项目未能对减缓通货膨胀的危险性增长做出有意义的贡献。本财政年度剩余6个月的财政政策已获通过。结果非但没有减少联邦开支，反而增加了将近10%。与此类似，货币政策也显得犹豫不决。货币当局陷入货币主义而不能自拔，在内心挣扎中间放弃了解决当前国内经济最优先问题的努力。

可是，不管怎么说，最终只有联储才能行使打破通货膨胀局面的领导权，因为比起收入政策和财政政策来说，货币政策的弹性要大得多。

亨利·考夫曼："信贷评论"，1979年3月

（图10－2）

联储的内部分歧加剧了我的担心。其主要成员赞成货币紧缩，而新任主席却主张维持现状。此外，同财政部长迈克尔·布卢门撒尔之间的一些非正式谈话也损害了我对联储新任主席的信心。"亨利，"布卢门撒尔有一次说，"我很可能是历史上惟一一位劝说联储主席采取紧缩政策的财政部长，可是他拒绝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。”考虑到上述种种情况——特别是70年代末国家所面临的不稳定的形势——米勒在1979年年中去职的消息已经是来得太晚了。(他改任财政部长。)

接替他的是保罗·沃尔克，一位年资很深的中央银行家。沃尔克采取迅速的行动改变了软弱无力的政策。在1979年10月6日星期天夜里所发表的历史性声明中，沃尔克代表联储宣布了一系列的紧缩决定和政策措施，许诺带领联储进入新的严格货币主义的时代。其政策手段包括猛烈提高贴现率和准备金额度，加大对银行储备的控制（这意味着短期内联邦基金利率的波动幅度比从前大得多)。

沃尔克原本是在贝尔格莱德参加国际货币基金组织和世界银行的年会，但他提前退席回到美国。有人声称他之所以提前退席是因为外国专家在会上表达了他们对美元弱势的极度不安。沃尔克本人的解释则圆滑得多：我在贝尔格莱德无事可做。

在我看来，沃尔克之所以做出如此大胆的声明，是因为他迅速意识到自己作为联储新任主席所面临的可怕局面。而他的策略性声明不仅击中要害而且恰逢其时。可以想像，纯粹的货币主义者和政治上保守的政客们为联储的改变而欢欣鼓舞。而自由主义经济学家则无法组织有力的反击，因为凯恩斯主义在当时已经失去了信誉。但是，应当强调指出，沃尔克的意思绝不是完全关紧货币阀门，而是稳定而适度地投放新的货币供应。

毫无疑问，这是现代经济史上的一个戏剧性的时刻。由一位倾心凯恩斯主义的民主党总统任命的中央银行行长很快变成了货币主义者——它所引发的震动不亚于理查德·尼克松宣布实行工资和价格控制。诚可谓救难不得不急！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可是，联储这回严格的货币主义政策同样没能持续多久。80年代早期出现了严重的衰退，新发明的金融创新导致货币储备的波动加大，来自供应学派经济学家——他们在罗纳德·里根当选总统之后获得了政治上的庇护——大幅减税和增加开支的压力等等因素导致了联储政策的中断。要求同里根的经济理想保持一致的压力非常之大。经济顾问委员会主席马丁·费尔德斯坦（Martin Feldstein）本人几乎可以肯定不是凯恩斯主义者，但他在1983年的经济顾问委员会的报告中却说，“因此，我的结论是，货币政策应当采取相机调整的形式。这当然不是一个干净利落的解决方案，不幸的是，这个世界太复杂了，不可能指望什么干净利落的解决方案。”（1983年，总统经济报告。）费尔德斯坦本人很快同里根的计划发生了冲突，任期未结束便辞去了在经济顾问委员会里的职务。

中央银行继续为不同的货币总量设置控制目标，但这些目标再也不是那些能够直接激发政策反应的关键变量了。相反，联储理事们根据他们对当前和未来经济和金融形势的分析判断决定自己的政策。这种做法令人回想起50年代和60年代的联储风格，只不过今天的分析工具之精密比起当年来已经不可同日而语了。

尽管严格的货币主义当令的时间并不长，货币政策却成了联邦政府手中最强有力和最权威的经济工具。如果说财政政策未能阻遏70年代蔓延的通货膨胀，而货币政策，在保罗·沃尔克强有力的领导之下，却取得了成功。

90年代，货币政策的重要地位更加突出。到90年代前期，尽管国家又陷入了萧条，但没有人再提起财政政策的反措施。80年代积累起来的庞大债务让人想都不敢想财政政策，美国已经丧失了通过减税或扩大开支来刺激经济的可能性。再

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

往前追溯一点儿，美国政客和经济决策人又没有勇气贯彻凯恩斯主义的政策（增税和在收入宽松的时期削减开支）。在 90 年代前期，过大的预算赤字和惊人的国内债务捆住了财政政策的手脚。不管出于何种原因，其结果总是一样的：将经济引出衰退的任务落到了联储的身上。

从这个角度来看，过去 50 年来货币政策对财政政策的胜利称得上是一个重点的转折，50 年代的时候还没有人能预见到这一点。如果我们考虑到货币政策的某些利弊共生的特点，以及在战后的重大失败，那么这一转折就更加显得不可思议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章 联储政策的弱点

二战以来美国经济和世界经济的健康运行从未像今天这样依赖于美国股票市场的表现。

尽管在二战之后联储逐渐取得了支配地位，但在它的政策中一向存在着某些严重的弱点，对于周期性的金融失调和金融市场的波动应负一定的责任。这样说并不意味着贬低联储的成员。在刚刚过去的半个世纪中，他们一直是一个重要的积极因素。尽管中间曾出现过几次商业衰退，但一般时间都不长。毫无疑问，在结束衰退和实现更长期的经济增长的努力中，货币政策发挥了关键性的作用。30年代那种陷人于万劫不复的经济大萧条再也没有出现过——货币政策的确可以以此自矜。此外，是货币政策结束了70年代蔓延的通货膨胀，帮助创造了90年代奇迹般经济扩张的局面。

联储落后于经济中的结构性变化

联储的弱点之一是它未能及早地认识到金融市场中结构性变化对金融活动的影响，以及金融活动由此发生的变化对货币政策效果的重要性。银行业中的结构性变化就是一个很好的例子，特别是在80年代Q条例对定期存款利率上限的规定逐步解除后，银行完全从Q条例的制约之下解放了出来。作为应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对之策，银行采取了弹性的资产和负债管理方法以及浮动利率的金融运作。

银行的做法是打破金融市场上的分隔。在此之前，商业银行的业务局限于为企业融资以及提供活期存款，个人储蓄和定期存款服务。事实上，直到 70 年代，商业银行仍是惟一有权开办支票帐户业务的企业。住房抵押贷款和个人储蓄帐户业务则由储贷协会提供。此外，银行业务活动还要受地域的限制。例如，在某些州，法律禁止开办分支银行。而在另一些州，银行特许的业务范围被局限在某些特定的区域。

上述市场分割曾给各种金融机构带来很多好处。通过限制竞争，它保障了这些机构的利润。反过来说，银行业的顾客却未能在这种结构下享受到借款的最低成本和存款的最高回报。至于联储，金融分业有助于它执行货币政策，因为对银行业职能的法定限制极大地削弱了市场抵制或摆脱中央银行紧缩行动的能力。

这中间存在着争议的余地——特别是站在顾客的立场上——应当开放银行系统，引进更多的竞争。一般而言，市场是资源的有效配置者，而效率正是我们所期望的。尽管如此，通过激烈竞争所获得的商品和服务的有效分配，同金融市场间和中间商之间的激烈竞争具有重大的差别。在非金融世界里，激烈的竞争能够鼓励创新，改善货物和服务的质量。而在金融世界里，激烈的竞争则鼓励中间商压低利润，追逐利润高的投资和贷款机会——这种机会通常意味着更大的风险，其后果可能不仅仅危及银行机构，同时也威胁到整个社会的福祉。在金融市场和金融机构之间交易的是一种相当基本的、可替换的商品——货币和信贷——它们既无法注册，也无处申请专利权保护。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章 联储政策的弱点

在战后早期，当银行业开始引进更多的竞争的时候，联储未能意识到这一变化的重要性。管理当局中没有一个人站出来指出金融机构中创新力量的勃发，以及信托责任平衡的变化。货币管理者还未能及早发出警告：法律和管制条例的放松将导致利率在货币紧缩时期猛烈抬升。

事实上，大致可以说联储忽视了这些银行业变化对货币政策效果的影响。由于在管理资产和负债方面拥有极大的弹性，金融机构已经变成了中间商，也就是说他们已不一定非得承受货币的利率风险了。只要这些机构能够在负债的成本和资本回报之间保持可以接受的利差，货币当局无论将利率抬升到何种程度，对他们都没有影响。更糟糕的是，银行很快变得对自己做出信贷判断的能力充满自信——事后往往发现其基础并不可靠。出于提高竞争力的热情，他们之中有许多发放了劣质贷款，做出一些错误的投资决策，最后不得不予以注销。

最近，通过对银行资本充足性的调查，联储已经开始意识到这些问题。更为重要的是，中央银行在很长一段时间里未能认识到，为了在管制业已放松的银行部门中实现紧缩的效果，利率要提高到何种程度。

新的金融机制在一个很大的范围内产生了严重的影响。由于资金来源和信贷需求者之间的联系发生了改变，中央银行不得不将利率推高到前所未有的水平以达成紧缩银根的效果。这样做反过来削弱了勉强撑持的信贷需求者的地位，而加强了他们在财务上更为强大的对手的势力。当然，这种淘汰是市场的自然法则。但是，如果走向极端，它将扰乱民主经济发挥正常的功能，成为社会民主主义的支持力量，而在我看来这是一种倒退。

另一个联储未能及时意识到的变化也对货币政策的效果产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生了影响：证券化。总的来说，中央银行对这项将非市场化（难以流通）的信贷工具转变为市场化工具的技术的传播持支持和鼓励的态度。这样，联储又一次对注定会提高金融市场效率的创新表示了欢迎，但是它却没有同时做好防范副作用的准备。在本例中，证券化的问题在于它倾向于降低发放信贷的标准。

请回想一下数年前韩国的情景。这个亚洲民族在迈向世界一流经济强国的道路上已经取得了长足的进步。它是一架高效能的出口机器。政府的运行不依赖大额预算赤字，到期未偿付政府债务也不算很多。它的信贷评级是如此之高，事实上，直到 1996 年 10 月，它的信贷评级比 IBM 还要高！也正因为如此，日本、欧洲和美国的银行家都愿意向韩国提供大额的短期贷款，一厢情愿地以为他们可以随心所欲将这些信贷予以证券化。他们根本没有考虑到一旦借款人发生流动性危机时该怎么办，这将意味着一向自诩为“开放”的市场突然关上了大门。事后，形势的发展恰好证明了这一点。

同证券化一样，衍生品业务——在近几十年里也取得了成倍的增长——导致了降低贷款发放标准的压力。有了衍生品工具，高信贷等级的公司可以利用他们的信贷地位进行套利，以降低融资成本。他们可以发行长期的固定利率债券，而通过将债券收入进行互换取得浮动利率的效果。同样，低信贷等级的公司从前在信贷循环成熟阶段一向被摒于债券市场之外，如今它们可以借助衍生品工具，借入短期资金通过互换转变为长期债务，从而锁定债券的长期收益。而居间办理业务的银行家们——为这些债券造市和提供交易服务，持有为客户量身订做的衍生品工具——则自以为他们扮演的是无风险的角色。**他们错了！**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从更广阔的经济政策的角度来看，证券化的后果是极为深远的。由于证券化的影响，任何时候都无法根据标准的货币供应或银行信贷指标来计量实际金融活动中信贷紧缩的程度。其他一些长期以来行之有效的规则——例如关于金融中介机构的业务就是借入短期资金贷出长期资金的看法——也已经不再适用了。积极开展证券化业务的金融机构完全有可能借入长期资金贷出短期资金，再通过一连串金融期货和期权的交易保护自己的头寸免受利率波动的影响。在这种新的环境下，信贷需求的高涨不会像从前那样产生令收益曲线平顺的效果，相反，新的贷款发放者的行为所引起的波动将迅速传递，导致收益曲线大起大落。这样一来，更大的波动将传递给中期或长期的债券市场，股票市场也会受到相应的影响。

有些人相信，开放的信贷市场的勃兴削弱了中央银行借助传统的货币政策手段影响经济和金融决策的能力，因为复合的信贷渠道很容易满足充满期望的借款人的信贷需求。乍看之下，这一观点——1999年由本杰明·弗里德曼（Benjamin Friedman）教授作了清晰的表述——似乎是非常合乎逻辑的。他提出了三大重要变化来支持自己的结论。首先是对银行资金的需求出现下降，代之以所谓“聪明卡”（Smart cards）的兴起。其次是非银行信用卡的猛烈增长。最后，弗里德曼教授指出，由于私人部门清算机制的增加，使用在中央银行的储备作为银行间轧平头寸手段的做法很可能会逐渐减少。（B.Friedman，1999。）

可是，应当提醒读者注意的是，联储操作所针对的是信贷供应的边际量。利率的变动对市场行为具有强大的影响力。复合信贷渠道为追求短期效果、高杠杆率的创业型证券组合经理提供了金融润滑剂，他们的头寸策略导致了如今在金融市场上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越来越频繁的异常波动。在这个意义上讲，中央银行对市场的影响被潜在地扩大了。哪怕是最不起眼的未能预见到的放松或紧缩措施都可能在市场上产生强烈的甚至累加的影响。但是，资产价值波动的加剧将对经济中的基本因素，如消费、商业固定资产投资、房屋建筑业等等，产生重要的——并且是难以度量的——影响。经济模型对解答这一问题几乎无能无力，因为作为模型基础的历史数据采自一个简单得多的金融市场——例如，那时根本就不存在由金融衍生品所带来的杠杆操作。

联储在其策略中未能充分考虑市场环境的变化，即从一个信贷创造快速终止（通过收紧银根和市场分隔等手段）的环境转变为更有创新性、管制更少的环境，其结果则是激烈的竞争导致更高的利率和借款人以及金融中介信贷质量的进一步恶化。1980 年，阿尔伯特·沃尼娄尔对此做出了简单明确的说明，下面的段落摘自由布鲁金斯研究院出版的一篇精彩和富有洞察力的论文：

> 周期性的导致信贷及总需求显著的增长放慢或减少的惟一条件就是信贷供应的中断——“信贷的危机”。这种中断可能会在有意或无意的情况下被促成，例如通过强化管制打消借款人的热情……或市场及主要金融机构发生严重的违约拖欠问题。顺着由这些事件所串成的路径……当局……和私人市场……千方百计重建了市场结构以避免那种特殊的信贷供应中断情景的再度发生。(Wojnilower，1980。)

联储对结构性变化意义认识的迟缓在近几十年里已经导致了好几场金融危机。联储曾错误地假设，市场纪律本身即足以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遏制重大的隐患。这一错误在衍生品工具快速传播开来之后表现得极为明显。中央银行对30家集团的建议给予了热情的反应，后者制订了一系列金融机构应该遵守的步骤，以鼓励它们合理地参与衍生品市场。尽管上述建议赢得了一派叫好声，但却未能实现其目标。富于讽刺意味的是，一些身为30家集团发起人的机构在金融衍生品业务中遭受了惨重的损失。

对30家集团规则最显眼的违犯发生在1998年，长期资本管理公司（Long Term Capital Management）的衍生品交易出现了巨额的亏损。不顾联储的警告（已经太迟）——明显违背30家集团所规定的原则——这位金融市场上的新手持有的衍生品面值高达1.4万亿美元。显然，30家公司集团所建议的自我约束机制未能发挥作用。

1998年全球性的金融动荡不仅对金融市场造成严重影响，同时也破坏了许多国家的经济。威廉·麦克多诺（William McDonough）在1998年9月召开的国际货币基金组织和世界银行联会上生动地描述了损害的程度。他用统计资料显示了短短几个月来不同信贷质量间债券利差的急剧扩大，这表现在三个关键性的领域中：抵押债券市场、新兴市场和高收益（垃圾）债券市场。甚至在新发行的和已发行在外的具有近似期限的美国政府债券品种间也出现了收益差距扩大的现象。麦克多诺强调，在某些领域里，新融资券种的发行实际上已经陷于停顿，而在另一些领域中，造市商发现很难为库存证券寻求融资。总之，市场的流动性正在消失。按照麦克多诺的说法，这场金融危机有可能成为二战以来最严重的一次。

幸运的是，这样的情景没有发生，联储采取了积极的行动控制危机的蔓延。但是，并不能就此勾销联储当初未能警觉信贷市场混乱冒头的失职。当问题刚出现时，联储检查员和货币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

审计官都做了些什么？难道货币管理当局缺乏早期预警所必须的足够信息吗？而那些机构性贷款者的领导人又如何呢？他们是否意识到自己的机构承担着多么大的风险呢？如果我们指望在未来避免巨大的灾难，联储就必须做到对金融市场中的结构性变化了然于胸。

“最后的贷款人”——为了谁？

另一个有必要澄清的问题是联储作为“最后的贷款人”的责任。在传统意义上，这意味着联储在严重的金融混乱期间向银行提供资金。但是，由于证券化和全球化的发展，这种责任被放大了。仅举数例为证：联储在 1974 年富兰克林国民银行的重组中扮演了关键性的角色，而在 1984 年，它又协助担保了费城第一宾夕法尼亚银行和芝加哥大陆伊利诺斯银行的破产清算。再后来（90 年代），联储还出面挽救了几家美国最大的银行（临时放弃对这些银行的资本金要求，从而允许它们注销违约拖欠的贷款以及不良资产）。

在 1980 年的白银期货危机中，联储又一次挺身而出——一次作为“最后的贷款人”的行动，但无需向市场注入流动性。巴克·哈尔赛公司（Bache，Halsey）向韩特兄弟公司（Hunt Brother）贷款多达 2 亿美元，后者已经垄断了白银市场。韩特公司用手上持有的白银合约作为贷款抵押。当白银价格发生暴跌后，作为贷款抵押的合约当然也就跟着贬值。同以往一样，巴克公司的贷款是向银行融资后发放的。因此，韩特公司贷款抵押品的贬值如今威胁到好几家大银行的金融信誉。联储的确没有为平息这场危机掏一个子儿，但联储主席保罗·沃尔克做了极大的努力强令牵头的银行同韩特公司达成协议。保罗·沃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔克坚信这一局面威胁到整个金融体系，但是其他人——包括几位联储理事——并不这么看。在最近发生的一个近似的案例中，联储（在比尔·迈克多诺的领导下）再一次牵头组织奄奄一息的长期资本公司同大银行、投资公司和保险公司债主们之间的谈判。这一回，联储又声称通过自己的努力消除了一场对整个金融体系的更为严重的威胁。这很可能是事实，尽管我们还不知道长期资本公司能否顺利地执行最后的协定。

即使是在国际领域里，每当大型金融灾难出现时，联储也开始逐渐充任“最后的贷款人”的角色。在1994年的墨西哥危机，1997~1998年间的韩国危机和1998年的巴西危机中，联储同美国财政部合作推出挽救方案。不错，在这些活动中，财政部是牵头人，但是没有联储的参与他们不可能取得成功。不仅如此，联储的国内政策正越来越受到国际性因素的影响。这本来倒也不算是大问题；事实上，随着当今经济关系的日益全球化，再加上美国所扮演的关键性角色，这种局面的出现是不可避免的。但是我们必须认识到，美国主导的全球经济体系意味着联储角色极大的扩张。

这里存在着一个两难困境。将墨西哥、巴西和韩国从万劫不复的金融深渊中拯救出来——在国际货币基金组织和世界银行的协助下——显示了美国的实力。但是两大国际机构都是由美国人主导的。其他国家则是被召集来从事拯救活动的，其中一些是自愿的，而另一些则是在美国的劝说下才加入的。但是，美国却无法在同主要的工业化集团的货币关系中发挥同样的领导作用，特别应当指出的是日本和欧洲货币联盟。但是在将来，这些才是真正重要的关系，因为经济循环势必发生作用，美国的经济增长总要放慢，而欧洲和日本则会出现强劲的增长。到那时，资本将流出美国。不仅如此，每当工业化国家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的经济和金融运行出现问题时，发展中国家总要跟着遭殃。在未来的岁月里，一旦经济上统一起来的欧洲大陆采纳了错误的政策，这种不平衡将进一步加剧。

还有两个一直困扰着联储的问题应当在这里提出来讨论，因为它们都同联储作为“最后的贷款人”的角色有关。第一个问题是联储能够将它的安全网伸展到什么程度？在快速变化的金融世界里，安全网究竟覆盖了哪些机构，这是一个令人头痛的说不清道不明的话题。一般而言，多年来默认的说法是安全网应该覆盖最大的商业银行，不管怎么说，它们本来就是中央银行的传统的监护对象。至于对其他类型的金融机构中央银行是否也履行“最后贷款人”义务以挽救整个金融体系的问题则至今没有定论。当然，中央银行的官员们在公开讲话中强烈地否认了任何形式的这种做法。

尽管如此，我们无需费力求证即可以猜想到，联储官员们在紧闭的办公室门后一定非常认真地考虑了在哪些情况下，形势有可能逼迫他们将联储作为“最后贷款人”的角色延伸到非传统客户群中。正如前面所指出的，在近几年出现的一些意外事件里，安全网早已得到了扩张。即使是在涉及中央银行传统的监护对象——商业银行——时问题也已经变得非常复杂。这是因为今天的商业银行早已不是从前的样子了。同样，投资银行和保险公司也早已变得让人认不出了。

大型的、无所不包的金融机构很快走上金融舞台。花旗集团——最显眼的一家——的名下有一家银行，一家保险公司，还有一家投资银行和一家财务公司。随着这种类型的机构越来越多，其中有许多符合“规模太大以至于不能破产”的标准。果真如此的话，那些在这种体制下由于市场地位下降而被允许破产的机构将经受货币紧缩的正面冲击。不幸的是，这些机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的破产将加强那些巨无霸（因此不能破产的）的市场地位。这是又一个例证，它再次说明中央银行未能做好战略性前瞻，弄清自己作为“最后贷款人”责任的延伸将如何影响经济民主功能的发挥。

股票价格与财富效应

联储面临的另一项挑战是如何看待金融财富剧增对货币政策的影响。财富效应在今天已经被看成是经济进步的重要影响力量。就在不久前，联储（其他国家的中央银行也一样）还对财富效应的潜力持相当怀疑的态度。但是今天，越来越多的家庭认识到资产价值变化对个人净金融财产的影响，从而自觉地对商品、服务和住房方面的开支进行调节。商业企业也要多少根据股票价格的变化调整自己的投资决策。商业活跃的程度也受到股票市场行情的微妙影响，因为强劲的市场鼓励个人承受风险。国际资本流动，从而美元的价值同样受到金融资产价值变化的影响——还要加上对未来资产价值变化的预期。由于上述效应已经成为从金融部门向实物经济传递变化的重要机制，它们应当引起联储货币政策制定者的认真考虑。

今日美国金融泡沫的群众基础不可谓不广。美国家庭的金融资产中有30%是股票的形式，比10年前增加了一倍。其中有不少如今已经成了当日交易商（day trader）。有些观察家相信，家庭是长线投资者，他们不会因为股票价格的一次下跌而改变自己的经济决策。这种看法未免流于表面。家庭投资者群体内部的情况各不相同，年轻一代也许的确是长线投资者，但年老的投资者——人数迅速增长——恐怕不会这样想。由于他们缺乏未来的收入能力，股票价值的剧烈下跌将很快危及他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的生活水平。不仅如此，有相当多家庭（各个群体都有）用于股票投资的钱是借来的。他们等不起！

此外，股票价格的上升对于那些一旦泡沫破裂就会受到威胁的经济和金融决策也有一种普遍的影响。如果不是市道兴旺，相当多一批合并项目——本身有助于推高股票价值——很可能根本就不会动念头。金融泡沫还促进了金融基础设施的快速增加。由于投资者倾向于看重企业的市值，泡沫有助于掩盖企业运营中杠杆率高的事实。期权已经成为新老公司通用的奖励高级管理层的重要手段。

到90年代中期，我开始关心金融财富增长对经济运行的影响，以及它将如何影响货币政策的问题。

不幸的是，联储直到90年代末期才开始对“财富效应”表示公开的关注，联储主席艾伦·格林斯潘警告说，如果股市出现行情的重大修正，将有可能引发一场衰退。（上百万家庭可能会因为股票价值的猛烈下跌而削减消费。）正如从前所出现的金融异常繁荣一样，市面上充满了金融资产价值将大幅上升的传言。据说我们已经进入了一个“新时代”，经济和金融实力无比强大，牢不可破。还有人说，股票和债券回报率之间的联系已经发生了彻底的变化。这些都算不上是什么新东西。金融的历史总是被这些预言周期性地标示出它们的段落。事实上，这些言论的出现本身就是一个信号，说明我们已经离开了理性的金融运行，进入了一个过热的阶段。

联储对股票市场泡沫的反应表现得犹豫不决。在1996年12月发表的一次演说中，艾伦·格林斯潘谈到了联储如何处理股票价格过高的问题。他在讲话中甚至没有正面触及这个问题，而是用了提问的形式来表述。他讲道，“我们怎样才能确定什么时候非理性的过热真的将金融资产的价值过度抬高，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而令我们陷入像过去10年里日本所经历的那种令人措手不及而又迟迟无法克服的经济收缩？而且我怎样将这种评估体现到货币政策中去呢？”非理性过热的说法引起了广泛的关注，并且受到许多人的批评。

任何一家中央银行都没有义务明确将金融资产的价格变动纳入自己的考虑事项，或在制定货币政策的时候予以考虑。几年前，许多美国家庭拥有巨额的储蓄存款，联储加息的决定将令他们受益。可是今天，他们却惟恐利率调高危及自己手上的股票价值。商业企业大都不喜欢紧缩的货币政策。后者很可能导致销售下降，利润萎缩。与此同时，在政治领域中，从最保守的到最自由的，没有一派喜欢联储采取紧缩政策。

金融泡沫不是什么新生事物，历史上这样的案例多得很。早在联储成立初期，它所面对的就是本世纪最严重的一场泡沫——20年代末的繁荣。当时，联储对股票市场的投机活动表现了越来越深切的关心。我们来看一看当年的一些关键性事件以及联储是怎样应对的。1927年，道－琼斯工业指数上升了29%，1928年上升了48%，到1929年股票市场最高点时又上升了29%。从1928年末到1929年，批发物价指数实际上还跌下去一点。与此同时，商业银行大大加强了自己的投资业务，它们创办分支机构来承销和分销形形色色的券种。一位历史学家对当时的情景做了这样的总结，“销售证券是一项极有赚头的业务，投资银行和大银行的投资分公司四处竞争寻找潜在的股票和债券的发行者。银行家们蜂拥而至争夺“交易”的激烈场面令人想起当年俄克拉荷马的土地投机狂热，只不过这一次他们所追逐的是无形的而不是真实的资产。” （Degen，1987，P.52。）

作为应对手段，联储逐步地提高了贴现率，从1928年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.5%提高到1929年的6%。在此期间，经纪人提供的全部由证券作为抵押的贷款利率高达12%。联储内部爆发了一场有关联储应当如何解决投机问题的争论。一方面，联储理事会本身倾向于选择性的信贷干预。例如，它可以向成员银行施加压力，要求他们压缩证券贷款，否则就会失去在联储的贴现窗口借贷资金的特权。理事会希望在生产性贷款（鼓励经济发展）和证券贷款（鼓励投机）之间实行区别对待的政策。另一方面，各个联储银行，特别是权力很大的纽约联储银行，以深具影响力的本杰明·斯特朗（Benjamin Strong）为首，则主张更全面的紧缩手段，例如提高贴现率。最后，联储双管齐下，一面提高了利率，一面采用道义劝告的方式限制证券贷款。很清楚，根本的想法仍然是靠减少货币和信贷供应来解决问题。

今天和那个时代相比有某些惊人的相似之处。以道－琼斯工业平均指数为代表的股票价格在过去5年里上升了196%(1999年8月为峰值)，而在1928年之前的5年中，这个数字是214%。从经济面来看，通货膨胀得到了很好的控制。无所不在的计算机应用，技术水平的提高和全球化等等方兴未艾，有关新经济时代来临和新生产力模式的议论甚嚣尘上。

尽管近年来以证券为抵押的贷款增加很快，但它们还不是在此期间推动股票价格飞速上升的主要力量。事实上，对此做出贡献的是公司回购、巨额家庭资产投资于股市以及当日交易的盛行。就像他的前辈本杰明·斯特朗一样，艾伦·格林斯潘不赞成对市场进行选择性干预。

历史仿佛一再地重演。1927年，在斯特朗的强力领导下，美国放松了它的货币政策，很大程度上是出于国际原因。联储降低了贴现率，大量购入证券。当时，金本位出现了问题。在1927年的下半年，人们都期望联储放松银根，令美元价格降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低，从而鼓励黄金回流欧洲。在1998年下半年，联储同样不得不放松银根以缓解国际金融紧张局面。这一次是因为俄罗斯违约拖欠债务，再加上长期资本管理公司高度杠杆化的证券组合和因此而导致的严重流动性问题，使全球金融系统面临着垮掉的威胁。有些历史学家对斯特朗在1927年的做法提出了批评，而在今天，认为1998年联储放松货币的措施搞得太过火的也大有人在。

当然，这两个历史阶段不可能处处都一样。环境的变化往往掩盖了其内在的一致性。不过，当前股票市场的火爆也的确应该引起联储的深思。自二战结束以来，美国经济和世界上其他地区的健康运行从没有像今天这样取决于美国股票市场的表现。

艾伦·格林斯潘1999年7月在亨弗瑞-霍金斯（Humphrey－Hawkins）听证会上阐明了他对股票市场目前状况的思考。

> 如果资产泡沫已经发生，或哪怕只是即将发生，适当的调整性的货币政策无疑至少可以部分减轻其对经济的影响。很显然，如果有办法阻止或减小正在发生的泡沫，那我们的日子就会好过得多。但是，识别一场正在形成中的泡沫也许是中央银行所面临的最艰巨的任务之一，这意味着它自己对基本面的判断将同数百万投资人的意见相对抗。

声明暗示，他将重复前几次股票市场大跌时的做法。从1987年8月的峰顶到1987年11月的底部，道－琼斯工业平均指数下跌了差不多1000点，或者说36%。1987年10月19日，股市直线下挫508点，联储公开保证它将向市场注入现金，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且大幅度降低利率。而到了 1998 年，当股市下跌 20%之后，联储同样采取措施执行强有力的放松货币政策。当然，也许有些人会说放松得还很不够。最近一段时间，尽管采用了大力放松货币和财政刺激双管齐下的手段，日本人还是未能克服他们在股票和不动产市场上的泡沫膨胀。

但是，即使联储在下一次还能完成拯救股票市场的任务，可中央银行本身却会面临一个困难的政策之谜。它在市场参与者的心目中已经确立了作为纠正市场行为不对称手段的形象。随着时间的推移，联储在稳定市场方面的成功记录将会使各类投资者滋生出一种新的态度，这有点儿类似于存款保险，你可以寄希望于中央银行担保市场。这种心理将导致金融运行更加失去平衡。承担风险的胆量也会越来越大。一旦家庭资产净值大幅度贬值，可以预期，利率就会大幅下降。为抑制通货膨胀而提高利率的做法将会越来越犹豫和拖延，因为中央银行自然会担心，时机尚不成熟的、令人难以承受的和尚未预期到的强行提高由官方决定的短期利率的做法将加速市场的抛售，从而导致资产价值的大缩水。

事实上，日本经验的主要教训——面对资产泡沫崩溃所引发的金融后果未能果断采取放松货币政策的做法——进一步凸显了上述趋势。担保市场、抬高价格等做法的主要缺陷在于，它对基本问题的解决毫无助益：金融资产价值的高估。如果经济效率想要提高，就必须消除这种不合理。

因此，目前还无法就美国联储近半个世纪以来的成就和失败做出充分的评估。在过去的 45 年来，我们已经避免了一次大萧条，联储政策当然功不可没。在 70 年代后期，联储粉碎了一次非常危险的通货膨胀威胁。由于这一功劳，保罗·沃尔克的名字将永远为后人所铭记，作为联储主席，他顶住了许多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短期的障碍坚决贯彻了自己的政策。在通货膨胀的压力下强有力地执行货币纪律，这很可能是这45年来中央银行家所面临的最艰巨的任务。

没有人会自愿忍受约束，不论是大人、小孩，还是社会中的任何一分子。近年来，艾伦·格林斯潘执掌货币政策大权，已经实现了美国历史上最长的一次经济扩张。他对经济中的结构性变化、新技术以及它们同现实世界的联系的洞察成为影响90年代货币政策的主要因素。在他领导下的大多数时间里，联储的政策主要采取了扩大货币供应的形式。不过，他是否能成为一位伟大的货币政策领导人，这在很大程度上取决于能否在不出现大的经济和金融震荡的前提下控制股市泡沫。这可是一项艰巨的任务。

变化的步骤

货币政策仍然处在形成、组织和实施的过程之中，整个作业速度相当慢。因而，货币政策有可能跟不上管理波动的金融市场、推动经济持续增长的需要。在此，请允许我澄清自己在货币政策方面的观点。

首先，我相信，中央银行最基本的目标乃是在最宽泛的意义上保持社会的金融运行。这意味着仔细监督金融市场、机构和交易活动，预期潜在的问题，并且在造成大范围破坏之前采取补救措施，从而建立起一个稳定的金融环境。为此，联储所追求的货币政策行为必须是能够在长期内为低通胀和持续的经济增长创造条件，同时又要将打乱经济秩序的金融震荡的风险减至最小。

可靠的、能够指导货币政策的分析性路标早已不复存在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融体系出现了巨大的结构性变化，中央银行不可能再像从前那样盯住某个货币和信贷目标作为自己的政策。对此，我们别无选择，惟有重新回到新的判断。但是，我们用于判断的目标是什么？当前，关于货币政策的基本目标究竟是什么，存在着几种重要的不同观点，特别地表现在政治家、学者和金融市场的场内人士之间，不过在中央银行家中间，分歧也许会小一些。

根据我的判断，货币政策应当倾注比以前大得多的力度，来研究金融市场的发展对金融资产价值和私人部门的净值变化的影响。过去，中央银行可以根据产出/收入/通货膨胀之间的关系组织货币政策。无论是盯住短期利率还是盯住某一货币供应指标，联储的目标始终是在整体经济中货物和服务的总供给与总需求之间保持平衡。供给能力受可用资源的限制——特别是资本储备的规模和利用程度，以及失业人员的数量。商品和服务需求则受到收入和借款能力的限制。当需求开始超过供给，出现产业瓶颈，吸收了未利用资源，并且通货膨胀可能上升的时候，就会出现货币紧缩的呼声。而一旦收入下降，借贷困难，或者商业和消费者信心遭到意外事件（例如石油价格冲击）的震撼，就会出现放松货币的要求。中央银行家们并没有忽视金融资产净值的变化，特别是在像 1987 年股灾这样的意外发生时。但是，如果说他们在考虑问题时将其放在从属的和并非不可或缺的地位上，这大致不算是冤枉。不论怎么说，在过去的年月里，绝大多数个人直接持有的金融资产还不如银行存款来得多。对他们来说，股票和债券市场里发生的事与自己的生活没有太多的关系。

因此，我不同意那些主张中央银行应当保持单一一个最重要目标的观点——特别是进一步将这个目标规定为稳定价格的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说法，这是通货膨胀率的一个指标。按照我的看法，局限于如此狭隘的目标——创造一个低通胀的环境，作为经济增长和金融市场稳定的充分必要的条件——在逻辑上是有缺陷的，而在实践中，这样一种稳定价格的目标几乎不可能像预想的那样实现。

事实上，我认为这一目标是靠不住的，因为它未能将整个社会金融体系的健康运行列入最优先的考虑。为什么这样说呢？首先，低通货膨胀率，不管有什么好处，本身不能保证不会发生金融过热。这一结论可以从历史上得到验证。美国的一个经典案例就发生在 20 年代，当时通货膨胀的水平很低，但金融过热却在股票市场和商业不动产市场上充分地表现了出来。

往近处说，80 年代也是一个生动的例子。当时通货膨胀的控制水平堪称典范，1986 年是整个战后年代里消费者价格指数最低的时期之一。但是，在金融市场内部，本世纪最恶劣的某些金融过热因素却正在滋长，这一过程最终导致了诸多巨大的金融失败、纳税人的沉重负担和一场在很大程度上令人始料不及的信贷危机，它加剧了商业萎缩，阻碍了继之而来的经济复苏。当然，低通货膨胀率是经济健康运行的必要条件。但它并不是一个充分条件。金融的健康取决于一系列复杂的经济和金融条件，不仅要考虑中央银行的货币策略，还要考虑金融机构对中央银行保障整个金融体系安全可靠运行的信心。

第二，不顾一切追求低通货膨胀可能会带来其他风险。长期持续的经济停滞也许会导致不受欢迎的潜在的大规模财富再分配。经过一段时间之后，它会打击公众对自由市场的支持，从而在国际贸易方面培养起一股狭隘的民族主义倾向——这当然有百害而无一利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三，放弃将低通货膨胀作为中央银行惟一目标的做法并不意味着对通货膨胀漠不关心。那些默许甚至怂恿高通货膨胀的中央银行执行的是一条金融腐败的路线，最终将摧毁国内团结并导致整个金融体系的毁灭。但是，一家致力于稳定和团结的中央银行在任何情况之下都不应该只考虑眼前的通货膨胀局面，而应当着眼于经济环境的变化如何影响通货膨胀率的走势。这样的中央银行敢于在通货膨胀率长期徘徊在预期水平之上的情况下执行放松货币的政策。将自己的政策立足于对未来趋势的可靠分析，而不是拘泥于现有的仅仅反映已经发生的事件的资料，这才是灵活有效的货币控制的首要标志。

按照我的看法，履行中央银行的真正责任——保证全社会金融健康运行——必须高度重视市场的监督和管制。事实上，我一向认为，只有中央银行——而不是在这方面分担责任的诸多其他机构——才能代表整个金融体系。这一点应当成为美国形形色色的金融管制和监督改革背后的中心原则。

目前，中央银行没有任何义务在制定货币政策的同时明确考虑金融资产的价格变动。不过，美国金融市场上出现的金融泡沫却是一个无法回避的问题。过热的局面必将为目前正在发展的一系列事件所击破。其一是越来越大的利润压力。其二则是日本经济的进一步严重恶化，这将进一步削弱日本的金融机构。由于这些机构在全球的联系如此密切，金融问题最终一定会在世界的某个地方爆发出来。另一个我们不得不考虑的问题是，日本和欧洲是否会走上经济复苏之路。这将结束外国资金涌向美国的热情，同样也会加大通货膨胀的压力。

去年8月，在怀俄明杰克森湾（Jackson Hole）举办的由堪萨斯城联储银行资助的题为“货币政策的新挑战”座谈会上，艾伦·格林斯潘谈到了如何正确看待金融资产价值大幅上升的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题。当时我就坐在下面的听众席里，听了他的讲话，我对美国金融市场泡沫的担心更加强烈了。他讲道，“历史经验告诉我们，市场信心的突然逆转总是意外发生，大多数不会有事先的警告”，这很难令我信服。接下去他继续讲道，

这些逆转有可能表现为自我加强的过程，在极短的时间内产生幅度很大的修正。市场的疯狂反应表现为急于减少短期损失的戏剧性行为。有关长远价值的判断被大打折扣，无人理睬。令人感到奇怪的是，多少代人过去了，而以上述行为为特点的人类情绪的传染始终没有值得一提的改观。荷兰郁金香也好，俄罗斯股票也好，市场的价格模式几乎一模一样。

我们可以熟练地描述这一过程，但是，直到今天，经济学家们还无法预言市场信心的剧烈逆转，跌落的信心通常被描绘成突然爆裂的气球，只是在事后看来才是如此明显，无可置疑。预测即将爆发的泡沫，也即猜测数百万投资者此前对资产价格的判断是否会急转直下，这些人中有许多对构成具有广泛代表性的股票价格指数成分的具体公司的前景了解非常深入。

对他就此所做的结论，我一样不敢苟同。

在评估打算借助货币政策施加影响的宏观经济环境时，我们再也不能像从前一样只考虑商品和服务的动态。有关金融资产价格变动以及这种变动对企业和家庭决策的影响是非常重要——同时也是非常困

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难——的考虑因素。但是，我们别无选择，只要我们还想更好地理解资产负债表上数目字的变化对经济，以及间接地，对货币政策的影响，我们就必须面对这一挑战。

我之所以感到不安，是出于两个原因。首先，联储不懂得应当怎样处理金融泡沫。其次，联储主席认为联储可以采取改进措施来缓解资产价值陡降所带来的负面结果。这一假定的工具基础是降低利率来达成目标。但是这一点还谈不上确定可靠，虽说在 1987 年秋和其后的 1988 年末联储对市场的干预取得了成功。但是，这些成功在很大程度上是当时有利的国内和国际环境所促成的。同样重要的是，通过联储放松货币迅速扭转市场令其重返上行转道，这非但不能消除泡沫，反而可能令其更加膨胀。而只有当虚冒的价值消除之后，金融理性才会重返市场。

根据我的看法，问题不在于其中任何一项或数项是否会发生，而是何时发生以及发生在什么层面的市场上。只有在这一点达成一致后，才可能找到一种较为确定的货币策略，将金融市场的表现纳入其考虑之中。

我在此说出上述有关联储货币政策弱点的观察意见，心中也不是没有一点儿犹豫。联储不是一个非个人化的，像机器一样的机构，而是一个由活生生的人构成的组织，其中有许多富有献身精神的真正的天才。无论是它的领导还是专业人员都不是生活在真空中间的。像我们一样，他们会受到主宰整个社会的观点和力量的影响，左右其他类型的经济决策的行为偏向在经济政策的制定过程中一样会表现出来。尽管有上述种种不完善之处，在我们的经济民主社会中，联储比其他任何机构更接近于独立和客观的仲裁者和政策实体的理想。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章 管制与监督改革的紧迫需要

如果真的允许微软收购花旗银行……就会出现一个天下无敌的企业巨人，其业务充斥着利益冲突……很难分得清，最终必定会破坏经济效率。

60 年代后期，我怀着日益惊诧的心情观察着几十位公司借款人——为了绕开限制借贷的法令——争相进入商业信贷市场发行票据。这一趋势继续发展下去，最终导致了宾州中央铁路公司的悲剧。

宾州公司的垮台只是 30 年来一直占据我的注意中心的发展趋势的诸多事例之一：官方监管人员不愿意解决由于结构性变化所导致的对金融体系不可侵犯性的威胁。随着变化节奏的加快，监管者们发现，要想跟上技术、市场和金融机构的发展已经变得越来越难了。但是我们可以——而且必须——做得更好。

一般来说，金融机构和金融市场的管理是一个非常专业的话题。其中包括许多局外人不会感兴趣的术语和技术细节。然而管制影响到金融市场上的方方面面，正如近年来广为人知的震撼金融市场的丑闻所证明的——储贷协会的破产，BCCI 丑闻；长期资本管理公司的灾难；IMF 交给俄国担保债务的资金管理不当；还有尼克拉斯·理森（Nicholas Leeson）令巴林兄弟银行大伤元气的自作主张的投机操作等等。在上述每一个案例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，投资者、存款人或纳税人都损失了数十亿美元，许多产业专家指责监管者未能预先警告这些灾难。

金融市场持续的强烈波动使人们对市场中某些特定成员的行为、对新型金融工具和计算机引导的交易技巧产生了疑问，上述这一切——据某些产业专家的说法——全都缺乏适当的官方监督。尽管其中有些批评完全不着边际，但在我看来倒也不无道理，官方机构及其监督措施跟不上金融创新的步伐，同时又未能对80年代和90年代解除管制的市场环境下的更大的金融自由度做出反应。

金融创新、大张旗鼓的解除管制以及由此促成的金融创新产生了许多后果，其中有些是好的，另一些则不那么好。有一点是无可争议的：这些变化大幅度提高了信贷的供给量，特别是对那些以前被归类为信贷风险很高的借款者而言。其结果就是阵发性的前所未有的借贷狂热，在激烈竞争、高额手续费、粗糙的信贷评判、过于乐观的经济假设、有时甚至是在彻底的欺诈和邪恶的驱使下，受创业精神激励的金融机构争相开发业务。借贷狂热以商业不动产和土地炒作为核心，但是它也会扩展到高度杠杆化运作的公司、住房以及国外贷款与投资业务中去。随着乐观的经济假设的破产，这类贷款中有许多出现了违约拖欠，剩下的则处于风雨飘摇的危险之中。许多借款人很自然地做出了强行下马的反应，导致了90年代初期的信贷危机。

10年前的教训就在耳畔，近年来我们居然又开始了新的一轮自由化的投资和借贷活动的热潮。美国已经向发展中国家，如拉丁美洲、亚洲国家等提供了巨额的借贷和投资。债券市场沉渣泛起。美国家庭又背上了沉重的债务。此外，正如后面将会提到的，尽管它们的盈利能力有了很大的提高，企业并没有努力提高未偿付债券的信贷质量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们不能将近年的波动和危机完全归罪于那些破产的或陷入困境的金融机构的经理们，尽管他们的确应当负很大的一部分责任。但监管结构中的缺陷同样也不能免责。这并不是说应当让监管官员负责金融机构的细节决策管理。但是金融监管人员可以而且应当负起责任来，对于由金融机构作为一个整体所产生的快速的和过度集中的信贷增长现象，以及它对金融体系所可能造成的共同影响不能视而不见。事实上，公平的说法应当是：除了那些有责任判别和限制系统性风险的人之外，谁又会站在“宏观”的立场上看问题呢？

近年来的危机已经证明，目前的金融管制系统无力阻止金融系统中的强烈震荡，其后果则是由可以理解的心怀不满的纳税人提供资金的安全网来承担的。我们同样有理由怀疑现行的金融监管体系能否解决由“高技术”金融业务所带来的新问题——巨大的、有时令人摸不清头脑的未经检验的表外风险投资，其表现形式则是互换、期权、期货以及许多变种。

切实可行的监管改革的基本要点

任何有关改革美国和国际监管体系的具体建议的可靠性——包括我在本章后面所提出的——取决于其中的基本点。不幸的是，基本原理的讨论往往迷失在细节的泥潭中，或者淹没在专家刺耳的争吵声里。但是，如果说我们从过去金融监管的不愉快经历中学会了什么东西的话，那就是除非通过积极努力达成了有关原则问题的共同看法，否则绝不会有政策观点上的一致。

第一个基本要点是，每个国家都面临着管制或不管制金融市场的选择——但是绝大多数国家都避免做出这种选择。在受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管制的市场上，管理当局对受它们监管的金融机构的错误和失败负有责任。市场规律当然也发挥了作用，但通常只限于对小型的机构；对于那些“大到不能破产”的机构而言——不幸的是，这一类别中经常包含了一些并非大到这种程度但却同政治势力有关联的金融机构——有效的市场规则受到阻碍而不能充分发挥。每当这类特别受青睐的机构陷入困境，总会有某种正式的或非正式的安全网络介入挽救。

与此相反，真正实行非管制化的金融市场像接受盈利一样接受亏损，甚至允许大型机构的破产。市场规则得到认真的遵守。没有哪家公司享有“大到不能破产”的特权。经营金融机构的风险被视为企业管理的创业精神中所固有的。监管者和金融机构之间有关复杂的资本要求规定的艰苦谈判也几乎不再有必要了，因为如果没有健全的资产负债表和可靠的财务资源，这家机构根本就不可能在激烈的竞争中生存下来。

今天，所有发达国家对金融机构和市场的监管实际上都比上一代有所放松。但是，也没有一家对金融市场实行了完全无管制的做法。今天我们所看到的是一种别别扭扭的混和体，既有正规的监管控制又有非正式的、基于主观判断的官方监督机制。在这种局面之下，大量的经济活动得以逃脱监管和监督。由于常常令人不知所措以及内在的不一致，这种模式并不是指导经济的好办法。

由此出发，我形成了有关健康的金融管制的**第二个想法**：完全放任不管是不现实的，即使是赞同自由市场资本主义美德的政府也不会容忍它所造成的后果。

在这里，“大到不能破产”的做法再一次显示出了它的实际价值。在真实的世界里，保卫支付系统的正常运行是金融监管当局最强烈的愿望之一，无论它们宗奉何种意识形态，在这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一点上却都是一样的。人们也都知道，当一家金融机构破产时，储户的损失总是小而又小。不仅如此，绝大多数大储户都是信托受托人——例如公司财务主管或投资顾问——根据法律规定，他们应当避免短期资产上的所有风险。因此，只要有一点点风吹草动，他们就要将资产立刻转移到安全的银行里去。更要命的是，一旦在清算环节上有一家大型机构发生财务危机，整个支付系统就会陷于瘫痪。凡此种种都促使金融监管当局尽早介入干预大型金融机构的问题，哪怕麻烦只是刚刚露头。

由此可见，一个国家坚持市场原则不妥协的惟一前提——杜绝“大到不能破产”的观念——就是让所有大型金融机构“强壮”到不会破产的水平。反过来，这又要求细致、不断的官方监管。换言之，在解除管制的同时放弃对金融机构的密切监督必然导致公开要求担保（大到不能破产的）大型金融机构的结果。这一明显的矛盾源于金融企业所固有的同其他商业企业完全不同的内在特性，特别是他们相互之间（通过支付系统）的内在依赖性和在整体经济中所充当的类似公共事业的角色，因为它们是社会基础设施中的关键环节之一。

逻辑上必然的结论是，一个经济体越是自由市场导向的，它对官方监督金融机构的要求也就越强烈。这是因为，在真正实行市场导向的经济中，企业破产的风险最高，而贷款给企业的金融机构也最有可能发生财务问题。缺乏细致监督的无管制的金融部门在经济困难时期的处境将会更加脆弱。改善监督并不意味着增加干预。相反，它意味着监管当局对金融机构所从事的多样化的业务的认识必须比从前大为深入，包括整个涉险的业务范围、风险模型的质量和表外业务对机构健康运行的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

监管体系改革的第三个基本要点是——同第二项密切相联——在一个金融合并日渐强化的世界里，领导型金融机构通常必须保持产品和服务的高标准。它们不能仅仅考虑自己狭隘的私人兴趣，还要考虑自己重大的公共责任。

金融合并的必然要求是将最大的金融机构视为不同于平常的企业，从它们的经济功能和重要性来看，它们更像是公共部门。如果不能认识到自己的强大影响和对社会的责任，金融合并的结果将使金融机构获得对其他企业的异乎寻常的影响。而其结果将是降低市场的竞争效率。正如亚当·斯密在两个世纪之前所认识到的，只有在一个由大量的独立中小型机构所构成的经济里，市场竞争才能得以保持。当然，斯密肯定想像不到会出现今天这种巨型的金融机构——它们的成败攸关整个经济和社会的前景。

有效的金融监管的第四个基本点在于，金融市场的参与者总是试探风险的最大边界，除非受到阻止。这是因为风险的最大边界总是具有特殊的吸引力，那里的竞争最少，而利润边际则最大，佣金最丰厚，也最容易开展相关的业务。在一个高度非管制化的市场上，监督体制不能保证企业只追求相对安全的利润。相反，由于金融市场的非管制化，金融机构的核心业务面临着激烈的竞争，因此要求试探风险的边界的压力也更大一些。

与此适成对照的是，在受管制的金融市场中人为地设立了保护区，普通的金融机构无需特别费力即可获得相当不错的利润。不错，有些企业一向冒进；此外，即使是那些最循规蹈距服从官方指令的机构有些也不免抵挡不住高利润贷款和投资的诱惑。但是，受管制的金融市场几乎不可能吸引那些注定会涉足非管制市场的敢于大胆承受风险的企业家们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我要谈到的**第五个基本点**是，面对新的金融方法和工具时管理当局往往失去方向感。管理上的滞后的例子在历史上屡见不鲜：当60年代大额可转让存单以及资产—负债管理开始兴起时；当70年代银团贷款出现时；在80年代各种金融衍生品被创造出来之后——最初，无论场内人士还是监管机构都未作出积极的反应。监管者未能掌握这些新工具、产品和技术的复杂作业，也未能认识到对整个金融体系的更为广泛的重要性。

关于这一点，我们还应当指出一项制度性因素。市场监管人员的工资收入与优秀的场内人士的工资收入的差别大得不成比例，远远超过当年银行检查官和贷款审查官员之间的差距。因此，监管机构很难吸引和留住有才之士。

不仅如此，今天的金融新业务打破了传统的分界线。例如，利率互换业务的市场领导者不仅包括几家商业银行、投资银行，甚至还包括一小批保险公司。机构业务的重叠也给监管者带来了新的挑战。与此类似的还有如何评估系统性风险的问题，这是因为在今天，许多交易的清算和结算并不经过传统的支付体制。

监管体制健康改革要考虑的**第六个基本点**是金融非管制化和创新不仅令监管机构的工作复杂化，同时也让货币当局的任务变得困难。换种说法则是，在一个非管制化的体制下，通过货币政策的调整来稳定市场将变得更加困难。

利率互换业务的猛烈增长就是一个最好的例子。在商业循环的扩张阶段，方便的利率互换业务为冒进的市场参与者提供了继续活跃于信贷市场的机会，从而冲淡了货币紧缩措施的影响。如果没有利率互换业务，冒进的借款人要么放弃他们的信贷需求，要么只能接受浮息贷款的风险。

但是，一旦发生了金融危机——这通常是在衰退期间——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中央银行通过鼓励货币和信贷加速增长以激活经济的努力又会由于利率互换业务的作用而大打折扣。这是因为疲软的信贷就相当于以浮动利率借入而支付固定费率的效果。衰退榨干了处境困难的债务人的现金流量，支付固定利率的债务变得更加困难。此外，虚弱的债务人未能从短期利率下降和正斜率的收益曲线中获利。所以说，从商业循环的观点来看，表面上中性的金融创新（例如利率互换）实际上削弱了在商业循环周期中的货币修正手段的有效性。

金融监管改革的**第七个基本点**是，现行体制对小节过分重视——尤其是在单个金融机构的层面上——相反，对更为广泛的系统性缺陷却视而不见。这种不幸的重心倒置乃是金融历史下的产物。管理体制往往有惰性，也就是说，法律和机构设置方面的变化比市场和技术慢得多。因此，管制手段难免会跟不上时代的变化。当然，这中间还存在着一个官僚体制方面的问题：监管机构里充斥着律师，因此监管的工作首先考虑的是律师们的（而不是金融专家的）方便。

在美国，由于金融监管结构的分隔，上述问题变得更为严重。例如，我们对银行业和证券业的监管采取了联邦—州机构重叠的方式，但是在保险业的监管方面则没有联邦介入（稍后还会提到这个问题）。美国将对银行业的监管放在企业集团的基础上，也就是持股公司的层面，但对证券公司的管理却仅限于它们自身，而不论其母公司的性质如何——也许是一家保险公司，甚至可能是非金融机构。在这种局面下，当重大情况发生时，没有一家监管机构拥有全局性的眼光，结果只能是一种无所不在而又漫无章法的组织结构。

第八个应该考虑的基本点是，金融机构的国际化正在加强，如果缺乏更紧密的全球性协作，包括监管、会计制度、信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息披露制度和交易标准及业务准则等，有效的监督变得越来越困难。在今天的资本市场上，主要的参与者和投资工具全都具备高度整合的特点。与此相比，在建立一套标准和准则方面我们却乏善可陈，除了资本充足性这类要求之外几乎没有值得一提的成功。监督、审计标准和日常联系都很不足，这一点已经在近 20 年来重大的国际丑闻中暴露无遗：赫斯塔特银行，富兰克林银行，Banco Amrosiano，BCCI，还有 Banca Nazionale del lavoro 等。年复一年，随着监管体制越来越落后于创新的曲线，在未来的 20 年里，这类金融灾难只会越来越多。

改革国际性的监督和管制体制

尽管我们永远也无法彻底消除金融过热及其有害的经济后果，但是，通过改善对金融机构和金融市场的监督和管制，我们可以限制其不利影响。

现代全球化的金融结构是建立在创新和风险承担的基础之上的。金融业务的监管标准和准入门槛被降低了，而且随着时间的推移还将进一步地降低。可是，恰恰是开放自由的金融环境才更需要明智和复杂的监督和管制。在这一体制下，风险承受者必须接受比非市场导向化环境中更密集和更充分的培训——必须懂得大量有关风险暴露的信息。

然而监督——不论是来自官方机构还是市场本身——充其量也只能说是起伏不定，而且常常来得太迟。简单地讲，其原因是官方机构之间的信息共享以及监管者同私人借款人和投资者之间的沟通严重不足。这一点在新兴市场中的表现更为明显，监管本来就很弱，而且几乎没有非官方的监督和管制加以约束。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了改善全球性的金融结构，除了对国际货币基金组织和世界银行进行重组之外，还有一个更大胆的方法：创建一个全新的机构，或可称之为“大机构及市场监管理事会”。

自国际货币基金组织和世界银行创立以来，50年已经过去了。二战刚刚结束时它们所面临的问题同今天在全球金融市场遇到的挑战已经大不一样了。这两大机构未能阻止大型国际金融危机的爆发。至多也只能称赞他们是焦头烂额的灭火队员。但是，仅仅在事后救火还不够——因为国际市场已经变得前所未有地危险，还因为没有一个主要的工业化国家愿意尽全力来约束市场。因此，当前所迫切需要的是建立另一个在规模上堪与布雷顿森林体系相比的大型国际机构，它应当承担起现存机构的大部分功能，并且还可以增添新的功能。

有鉴于1995年墨西哥危机的教训，为了避免再发生此类事件，主要工业化国家的政府首脑们在克林顿政府的鼓励下试图在国际货币基金组织和世界银行里设立一套预警装置。这一努力失败了。由于这一失败，官方的国际金融机构在很大程度上未能做好封闭亚洲金融危机阻止其扩散的工作。

为什么？在一个信贷证券化和信贷市场开放的时代里，各国都会抵制任何一种干预他们获得信贷的尝试。主要的工业化国家也都无意挑头负起拯救金融混乱的责任。日本深陷于自身严重的金融问题而无法自拔。此外，它也缺乏任何一种意义上的经验（或公信力）而在排除金融危机的机构中充当领头羊。美国——尽管在墨西哥危机中挺身而出——认为亚洲的灾难太复杂，无法采用它在墨西哥推行的那个方案。而欧洲人把亚洲看成边远地区，他们的权利和影响力都不足道。无论如何，他们被推出共同货币——欧元的事务所吸引，无意再承担更为广泛的责任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当亚洲金融危机扩散之后，市场参与者们开始重新考虑它的性质。结论是非常严肃的。人们越来越意识到，整个亚洲的金融体系远不像从前所想像的那样脆弱，而其他主要工业化国家的金融体系受波及的程度也远远超出了预想。

同样清醒的认识还有，国际货币基金组织——如果像现在这样组织和管理——暴露了自身的能力不足以挑起其理事会和各主要工业化国家政府所赋予的重任，即使 IMF 已经很清楚威胁其成员国金融稳定的不平衡现象，可它手上既没有足以推动误入迷途的国家实行及时政府修正的工具，甚至也没有实施这些方案的意愿。简而言之，当代金融世界中私人资本的证券化流动已经有效地妨碍了 IMF 发挥作用。

不仅如此，IMF 还受制于国内和国际间金融机构监管结构的缺陷。许多新兴市场没有独立的银行或银行监管机构，它们既没有权力也没有充分的授权去干预那些由于野心勃勃而承受了过多风险的机构。相反，这些机构在调查内部人员借贷、结盟和政治性关联企业过度借贷等滥用职权的行为时经常受到阻碍。

我所设想的大机构及监管理事会主要就是用来加强当前这种近乎无效的体制的。新的理事会应当专注于三项中心任务。首先，它应当颁布一套行为法则，从而鼓励市场参与者采纳合理的金融运作。其次，它要将风险监管的对象从传统的银行和其他金融机构推广到全球市场中那些重要的新来者那里。最后，作为各成员国的代表，新的理事会应致力于协调资本额要求或设立统一的交易、报告和信息披露标准，并且监视属于其权限范围之内的机构与市场的表现。

新的国际监管机构应当不时地对它所监督的市场参与者的信贷质量进行评级。未能达到成员标准的机构将受到制裁。而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对那些拒不加入该体系的国家则施以有别于成员国的标准和控制。例如，对非成员国银行的借贷应适用更高的资本额要求和期限限制。当然，应当允许非成员国像成员国一样自由地在股票、债券和货币市场上出售新证券。新的理事会不应当立法控制资本的国际流动，相反，应当为那些希望善用资本市场的机构打开方便之门。通过种种手段，该理事会应当能够大大地减小体系中的风险，尽管不可能完全消除。

这家新的机构还可以被恰当地赋予许多其他的重要工作，它可以对金融企业和其他事实上不相关的机构进行监督，可以帮助加强信贷证券化的国际监管。它将协助制定关于全能银行投资权限的国际协定，并且鉴定由于越来越多的金融机构贷款者和股东的角色集于一身所带来的潜在的利益冲突。与此同时，它还将继续努力，寻求在银行、证券公司和保险公司的监管者之间达成一致标准的可能——会计标准、信息披露标准和交易标准。今天，上述标准在国与国之间差别非常之大。会计标准或严格或宽松；披露机制或透明或暗箱式；而交易标准要么放任要么统死。

为了支持和加强所谓国际监管理事会的工作，还有必要对IMF实施某些拖延已久的改革。在过去的几十年里，IMF在变化的国际金融环境中逐渐丧失了它的重点和效率。在我的心目的，整旧如新的IMF将负责组织（甚至提供部分资金）紧急的贷款行动，因为当成员国政府面临严重的国际收支平衡问题并且在正常的渠道中无法获得外国融资时，就有可能危及全球金融体系的安全与可靠。新的IMF还应当制订借款国获得紧急贷款的政策条件。

但是同此前不一样的是，新的IMF应当是一个先行发动的组织，也就是说，应当负有预见问题并且向成员国政府施压

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要求采取及时预防性措施的责任。它还要负责评估其成员的经济和金融实力。它应当评估其财政政策和货币政策中是否存在缺陷，从而导致境外短期资本的过度流入，或者那些有碍国内银行系统健康的成分。在探究上述缺陷的同时，重组的 IMF 可以公布拒绝改进的国家信贷评级下降的消息。这类公布将极大地削弱这类国家进入开放市场获取信贷的能力，因此它将成为促进它们同 IMF 合作的有力动因。

应当承认，主权国家的信贷评级绝不是一件好干的差使。不过，只要 IMF 用人得当，它的工作效率至少应当比私人评级机构高得多，因为后者无法接触到那些 IMF 所掌握的及时而详细的信息。

最后，国际金融监管的改革还应当包括七国集团的重整。对七国集团改革的要求直接源自近来创建的欧洲货币联盟及其流通货币：欧元。新的欧洲中央银行迫切需要同美国和日本的中央银行就如何更好地协调货币政策展开对话。这些银行再也不可能在相对孤立的环境下经营了，它们都要考虑各自行为的全球性后果。例如，如果这些中央银行创造了全球流动性过剩，那也就意味着可能出现世界范围内的通货膨胀或全球信贷的过度增长。另一方面，全球流动性短缺又会威胁到经济的增长。

如果指望通过主要中央银行之间的协作减少近年来困扰国际货币体系的汇率波动，那也许是不太现实的。尽管如此，中央银行们至少应当考虑过度的外汇流动对国际贸易体系的影响。现有的论坛式机构，如设在瑞士巴塞尔的国际清算银行，的确坚持了某些承诺，但是它们缺少官方的约束力，不足以对问题提供系统的解决。最好的方案还是改组七国集团，激发它的活力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我所主张的国际监管体系之下——不论在其中运行的是新旧混和式或干脆全新式——将实践我在本章中所勾画的一些基本点。这些机构应当有权独立作出客观的信贷评判。在谋取利润的过程中，它们必须平衡财务责任和法律责任，并且在现实的谨慎的会计标准的基础上充分披露其金融头寸。这些机构必须遵守严格而合理的管制标准，后者应当同时考虑到国内和国际市场的条件。改革后的体系设计应当扶持成员国的真实经济，协助非通货膨胀条件下的增长，并且在遭遇暂时的困难期间支持商业企业。

近来所提出的一些动议未能足够清楚地指明近年来重塑金融结构的基本变化。其中的一项，即 1997 年在丹佛市召开的七国集团经济高峰会议上所提出的松散型合作和加强信息交换的倡议。问题在于，政府官员不能指望再像以前那样靠事后操纵支持计划借助既有机构来解决危机。说到底，惰性将是国际金融事务中最大的风险。颇具讽刺意味的是，目前的金融过热持续的时间越长，也就越难以保持改革现有体制的紧迫感，从而过热可能转变为恐慌和失控。

关于国内改革的建议

正如 19 世纪结束于美国历史上一次最大的合并热潮——在工业企业之间——一样，20 世纪在结束时目睹了银行业的巨型合并热潮。美洲银行同 Nationwide 合并，德意志银行收购了信孚银行，第一银行则收购了芝加哥第一国民银行，这些只是比较引人注目的例子而已。这类巨无霸的合并多数打破了传统，它们对官方的金融监管的结构将产生巨大的影响。

相应地，对大型的、业务高度复杂的机构的监管也应当作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出调整。负责监管银行持股公司的联储应当保留其广泛的权限，再争取其他构成美国监管体系这杯鸡尾酒的机构的协助：货币审计官、联邦存款保险公司、各州的银行署、证券交易委员会、商品期货交易委员会等等。巨型银行所带来的问题并不新鲜，那些巨型货币中心和跨地区银行也曾引发类似的问题。

但是，如果我们认识到自己跨入了银行和保险公司大合并层出不穷的时代，那么我们必须对国内的监管体制进行相应的改造。今天，对保险公司的监管只在联邦层次展开，州一级政府则不参与。面对保险公司办事处遍布全国的新格局，这种做法无疑显得越来越落伍。但是它以前运行得不错，因为州的保险审计官对该行业的干预获得了广泛的接受。可是，银行业和保险业的合并将妨碍这一体制的运行。无论如何，全国性的保险业监管必须实行起来，哪怕它采取的形式仅仅是各州的保险审计官之间的协作。

金融巨无霸还增加了利益冲突的危险。如果一家大型的保险公司同另一家大型的商业银行结合起来，它们所拥有的企业资产管理方面的规模和实力带来了滥用职权的极大可能。无论如何，通过合并达到经济规模化本来就是许多兼并活动背后的基本动机。传达给客户的信息是不会弄错的：“向我们借款或者请我们帮忙发行证券，我们将确保在推销时有人会买。”这样的话，独立的信贷判断将被自夸的所谓“客户关系”所取代。但是，这种类型的金融关系会引起严重的道德和实际运作中的问题。试举一例：谁来做最后的裁定？

最后，保险公司和银行的结合将迫使监管者一劳永逸地解决积重难返的“大到不能破产”的问题。试以最近的旅行者—花旗集团合并案为例。这不又是一家典型的“大到不能破产”的企业吗？它的金融资源实际上渗透到了美国的每个城镇，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

渗透到每一个海外国家。它同家庭、企业、金融伙伴以及政府的利益纠缠在一起。它还涉足金融业务的每一种形式：证券化、借贷、金融衍生品和资产管理。每天有数以百亿的美元流过它的帐簿，其中包括外汇交易、证券业务，以及任何一种可以想像得到的，能够纳入它延伸的机构影响力之下的金融业务。作为整体的金融体系将怎样应付旅行者—花旗集团一旦破产的局面呢？根本没有办法。

既然如此，惟一的出路就是让这些不死的巨人“健康到不会破产”。而除非采取一些许多人肯定不会欣赏的官方监管，我们无法达成这一目标。另一方面，我们对垄断性的公共事业实行积极的政治经济管理的历史已经有一个多世纪了。现在，我们应当承认，巨型金融机构作为“影响公众利益”的企业也属于这一类别。

应当避免的做法

围绕着美国金融监管体系的改革已经出现了形形色色的建议。不幸的是，许多方案是基于政治上的或意识形态上的考虑而不是出于对现代金融运行机制的深刻理解。其中最为危险的一项是要求解除为时已久的不允许非银行企业拥有银行的禁令。

这一建议以异乎异常的频率被提交国会讨论。在过去的20年里，支持者们已经提出了各式各样的论证。在（老）布什政府时期，当银行陷入金融困境之后，主张兼并的人士建议商业企业们接管垂死挣扎的银行，注入急需的现金，从而缓解纳税人的潜在负担。

但是，到了90年代，银行业又变得非常赚钱了，于是争

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议点开始转移。如今，主张非银行企业有权拥有银行的人士（其中有不少财政部的官员）提出了一种宿命式的论证。他们提出，应当公开允许非银行企业拥有银行，因为在金融市场上，金融企业和商业企业之间的界限早已被打破了。正如彼得·沃利森（Peter Wallison）在《华尔街日报》（1997年7月27日）上所说的，“银行业和商业的分离就像一张老邮票一样过时了。不管怎么说，竞争才是今日银行业的决定性主题。”如此言来，微软也就可以收购花旗银行了。毫无疑问，这正是沃利森的本义。

这一论证在几方面都存在着致命的缺陷。首先，它假设银行业同普通的商业没什么两样，服从于同一种备受尊敬的市场观念。他们错了，银行受到严格的监管，当然，其他许多行业也是如此。真正令银行与众不同的是它享受着纳税人的补贴，表现为由政府供给的廉价的存款保险和由联储系统贴现窗口组成的独一无二的安全网。有人会说，难道联邦存款保险系统不是由各成员行提供保险费作为运营资金的吗？不错，但是区区保险费怎么抵得上银行由此获得的回报：美利坚合众国的声望和信誉。在通常的竞争条件之下，怎么可能会有这种便宜可占呢？

正因为纳税人必须为破产的银行付帐——一份可能数字惊人的帐单，就如80年代我们所面临的情况——所以绝不能任由市场来自行决定银行业的所有权和控制权的问题。相反，为了保障纳税人的（以及最终保障整个社会的）利益，有必要为这个特殊的产业制订一套专门的法律、法规和监督条例。而为了保证前述法律和规章制度的合法性，行之已久的银行业与商业之间的分割必须予以保存。分业有助于保护银行免于可能的权力滥用和危害的风险——包括随心所欲的借贷和投资活动以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及由于经济权力过分集中所带来的利益冲突。

试想，一旦出现新型的银行和商业相结合的巨无霸，它就会利用自己的银行向那些可能有利于整个集团的机构发放信贷。它会以存款保险为诱饵吸收低成本的资金，然后再用这些钱为位于该集团产品分销链上的零售商、批发商、制造商以及其他人提供融资。它甚至可能撤回给予那些同它的母公司非银行企业竞争或可能竞争的对手的贷款。

为什么一家成功的商业企业首先就会想到拥有一家银行？在大多数工业企业里，投资的回报率都高于银行业，而其资产负债表上股东权益的比率则比银行业低得多。如果一家商业企业通过其核心业务积聚了过多的现金，他们会有比收购银行好得多的出路：回购自己流通在外的股票，更好的做法则是增加红利发放，让股东们自主选择——其中也许就包括投资于一家银行。

20年代的强盗大亨们曾经购买银行，现在，大毒枭们也是这样做的（通过中间人），我们应当从中获得警示。在这些极端的例子里，银行成了犯罪活动的工具，将非法获利合法化。但是，这些以犯罪动机为背景的兼并从不考虑利润：收购银行只是因为它对“生意”有好处。当然，在这样做的同时，它也向诚实的顾客和客户提供一些合法的服务。在非银行公司收购银行之后，同样的共生关系也将出现。它当然也会向外人提供服务，但它的中心使命则毫无疑问地是满足所有者的需要。如果不需要让纳税人承受风险，甚至在必要时消化巨额亏损的话，这只不过是一种普通的商业竞争策略而已。

不难想像一旦沃利森先生的建议成为现实之后可能引起的连锁反应。如果真的允许微软公司收购花旗银行。用不了多久，许多《财富》100强工商企业都会购入国内的大银行。而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这将导致健康经济中一项基本要素的侵蚀：主要的管理人员对潜在借款人信贷价值进行客观判断的能力就会丧失。而早已不堪重负的金融监管机构将无法制止关系借贷的发生，无论现行的禁令还是最良好的意愿都将无济于事。由此将产生一家真正不可动摇的公司巨人，它会从利益冲突的角色中获得种种好处——有些是明显的；另一些则较为隐晦——很难查得清，这必定会损害经济效率。

考虑到银企合并的种种弊端，我看不出这种做法的好处。银行要想获得新的资本不应该靠工商企业的收购注资。它们应当做的是重建投资者对其财务健全和长期获利能力的信心。

通过管制来平衡利润和责任

综观美国现代金融史，每当涉及金融机构监管的问题时，总会有两派针锋相对的意见。一派认为，金融机构负有关键性的公共责任，它们同企业不一样。它们是我们的储蓄和周转金的托管人。金融业的本质特性就是高度的杠杆化经营，为了生存和成功，它们必须平衡其创业冲动和财务上的责任。这一派人——我就是其中的一个——认为，除非政府介入监管，否则它们是办不到这种平衡的。

另一派则认为，管理金融机构——无需考虑其更大的公共责任——的最好办法就是公开市场。根据这种说法，金融机构同其他的非银行企业没有什么不同。银行和储贷协会——当然还有证券公司、保险公司和别的金融企业——也应当像其他企业一样，任其自生自灭。在他们看来，近几十年来虽然已经有了解除管制的种种措施，但还应当进一步放宽对金融部门的监管。不仅应当放松管制，还应允许企业破产，而不论其大小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

放宽管制的政策鼓励金融企业去试探风险承受的极限，其结果是加剧了信贷循环和商业循环的起伏。这一点在80年代表现得尤为明显，首先是第二次能源危机导致能源部门的过度杠杆化，其次是世界范围内的不动产热潮。其特点在于，每一次都表现为信贷供给者和借款人之间利益动机的共同体。

浮动利率融资和利率互换业务令人惊异的增长——传统金融边缘的创新——毫无疑问强化了金融和商业的波动。这些工具推迟了额外的信贷在市场中发挥作用的时间，从而挽救了一些在商业周期初始本来有可能被否决的项目，继续刺激经济增长，延长了商业周期的上升阶段。与此类似，经济活动的下降会从反方向放大对资产价值的影响，从而增加收缩的严重性。

人们普遍同意，市场管制的弊端是他们要依赖信贷投放的突然中断来达到货币紧缩的目标。长期以来，主张解除管制的人士一直希望货币政策的调整进行得更加顺利，对真实经济的破坏也能够更小一些。可是，问题并不在此。

完全解除管制的结果将是十分危险的，正如在实行放松管制的年份中所证明的那样，金融结构将受到削弱和破坏。在放松管制的情况下，金融与非金融企业之间的根本区别变得没有意义了。在金融以外的部门里，竞争通常意味着削减成本、产品创新和消费者利益的增加。而在金融市场上，激烈竞争的典型结果则是竞相涉足投机性借贷和交易业务以获取更高的利润，同时将原已相当薄弱的资本结构进一步地杠杆化。

当然，过度管制的金融市场也会增加有损经济健康的风险。最为重要的是，可能会出现官僚主义惰性的危险，导致经济和信贷循环的放大。只要存在着某种信贷分配的体制，无论其为正式的或非正式的，监管机构的决策者总要作出自己的反循环决策。由于他们的官僚主义本性，反周期的措施很难施

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行。他们最擅长的工作是对熟悉的曾经发生过问题的业务领域进行监管，而对于在当前有利的条件下发展迅速的部门的贷款则一味地赞扬。这种偏颇的结果就是信贷循环的增强以及金融机构在长远而言的损害。

为什么官方的政策反应经常如此落后于金融市场的结构性变化呢？可以总结出几项原因。首先，官员们往往对新的结构性变化的潜力估计不足。而到了人人都知道市场发生了重大变化的时刻，它已经很难纳入现行的监管框架之中了。结构性变化通常游离于清楚界定的官方机构的负责区域之间。例如，当金融衍生品崛起为现代金融的一个重要成分之时，关于这项业务应当归属哪家机构监管的问题曾经引起极大的混乱（见本书第四章的介绍）。尽管金融市场已经在近年里遭遇了好几次与衍生品有关的重大危机，困惑依然存在。

在早期发展阶段，结构性变化的影响很难定量化，这也是导致监管滞后的原因。试举一例，美国大众透过共同基金的形式大力投资于股票市场。经过很长一段时期的考虑之后，美国官方金融人员才对其作出肯定，认为它会为数百万个家庭带来重要的财富效应。随着财富效应诱惑的扩散，决策者们开始认识到，消费者们在商品、服务和住房方面的开支最终是同股票市场的表现联系在一起的——因此，一旦股票市场出现严重的问题，将会造成整个经济大衰退的痛苦。

从国际上讲，官方的政策反应受制于种种机制上的缺陷。例如，本应改革的官方国际金融机构可能会因为既得利益受到威胁而反对革新，而主权国家则一般不愿放弃自己的独立金融控制，无视步伐加快的金融市场和经济全球化。例如，美国政府好像就不大愿意支持对当前的国际监管体系进行根本性的改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

革。毫无疑问，任何深入的改革都意味着美国要放弃它对这些机构的部分支配权。可是这恰恰是短视的表现，维持美国在一个日渐丧失信誉和权威的机构中的强势地位对自己不会有长远的利益。

表面上看，发展中国家之所以反对国际监督体系的改革是因为担心加强对金融机构和市场的监督可能会阻碍它们进入私人市场获取资金。可在内心深处，他们更担心的是不得不增加国内银行业的透明度或将一直在掩饰着并且可能继续掩饰下去的金融问题予以曝光。这同样是一种极为错误的态度。让信贷价值不足的机构进入市场的结果只能是扩大金融和经济的循环，有几个亚洲国家已经认识到了这一点，但都是在付出了痛苦的代价之后。事实上，减少金融循环的波幅对发展中国家的经济有极大的益处，因为这有助于产生稳定的较少中断的私人资金的供给。

金融过热最终会导致边际借款人的贫困化，并且至少在短期内加强信贷体系内最强有力的参与者的谈判地位——其中包括政府、金融机构和北美及欧洲主要工业国家的商业企业。这就是亚洲金融危机所传达出来的清楚信息。不幸的是，这种狭隘的优势只是短期的现象，因为一旦金融危机蔓延开来，最终我们都将成为输家。美国人民应当考虑周详，如果没有一个更强健和顺应时代要求的国际监管体系，我们是否真的能躲开对自己经济的打击。

近几年来，美国成功地避开了席卷半个地球的金融问题。美国的经济也由此确立了领先地位，而在另一方面，则是产品市场的竞争进一步加剧。但是，这一场景的反转不是不可能的。一旦美国之外的国家重拾经济发展的势头，从而导致流动性降低和信贷偏紧，扩张性的全球市场将会收缩。到那时，人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们倾注了极大信心的流动的、证券化的和全球化的市场将面临更大的危险。坐以待毙是愚蠢的选择，现在就应该动手将国际国内的金融管制予以现代化。

笔者无意在这里贬低正在发展中的风险管理工作。例如，由E·柯里甘和斯蒂芬·赛克主持的以纽约为基地的对位风险管理政策集团已经取得了某些重要的成果。其中包括：信贷风险评估方法的改进；设立更为严格的内部限制；收窄抵押品的抵押额度；进一步向高级经理和监管者们公开内部风险；改善对应官员之间的信息交流。当然，这些建议并不具有强制性的效力。正如90年代前期30家集团对金融衍生品的建议一样，这些指导意见很可能在市场竞争和利润的争夺中遭到忽略。

迄今为止，讨厌的监管官员们的许多痼疾根源于他们强烈的渐进式适应和改革的偏好。在很多时候，监管者就像是传说中的那个看堤的孩子，拆东墙补西墙。对于监管者来说，采取预防措施，预见到变化的出现并相应作出改革是极为困难的。因为监管工作的性质本身就是防卫性的，他们永远也跟不上金融改革的步伐。可是，渐进式的变革是远远不够的，必须对整个体制进行根本性的改变。考虑到二战以来金融市场中所发生的异乎寻常的结构性变化，这种根本性变革的时机早已成熟。如果给我们一次重新开始的机会，我们会怎样设计监管体制呢？如果我们真心想打破监管体制所固有的缺点和缺陷的循环，那么监管者们就必须问他们自己这个问题——并且按照所得出的结论采取措施。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章　金融危机的教训

> 金融市场陷入了长达 10 年之久的疯狂……导致了自大萧条以来美国金融史上最严重的危机。

金融危机是一种令人畏惧的灾难性体验。我在华尔街亲眼目睹的危机以及学术工作中的研究使我确信，金融恐慌和颠覆不仅对金融体系的基础，而且对市场本身的发展也将产生强有力的重塑版图的影响。这是因为危机引发了行为上的改变，无论是公共部门还是私人部门都不能避免。严重的金融危机所留下的创伤可能要几代人的时间才能愈合，而它对金融行为的影响未必总是很明显，甚至也可能是有害的。事实上，某次危机所诱发的行为变化导致了下一次危机的情况并非鲜见。在这个意义上，危机的确给我们以教训——尽管并不总是在正确的方向上。

大萧条的遗产

在我 1949 年参加工作的时候，两大世界性事件对金融界仍然具有举足轻重的影响。其一是史无前例的 30 年代的危机——大萧条——在未来的岁月中，其副作用继续对经济和金融行为发挥着影响力。另一个则是第二次世界大战，它在战后早期阶段的作用与大萧条不同，但在影响力和持续性方面则毫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不逊色。

毫无疑问，大萧条是现代世界历史上一场深重的浩劫。崩溃的惨状只需几个数据即可充分说明。以美国经济而言，从1929年的峰顶到1933年的低谷，国民生产总值下降了30%，制造业生产缩减了48%，个人收入减少了45%，失业率上升了将近800%，从3.2%一直升到24.9%。在金融市场上，股票价值直线下跌，1929年峰顶到1933年低谷的跌幅高达85%。到1932年底，1929年底仍在营业的商业银行中破产的数字接近22%。

大萧条不仅重塑了曾经亲身经历“大崩溃”的那一代人生活中的各个方面，它同时也影响了下一代中的数百万人，他们从朋友和亲属口中听到了关于那一段手足无措、苦苦挣扎的艰难岁月的生动故事。我本人对大萧条的体会就融合了第一手的经验和口头的故事。前面已经提到，我经常从祖父那里听到关于20年代德国奔腾式通货膨胀的叙述——以及它如何导致了纳粹主义的崛起，最终迫使我们逃离德国。而我的切身体会则来自我们在美国的早年生活，那时大萧条的创伤还清晰可见，我的父母谋生极其困难，直至成年我仍然清楚地记得那一切。

面对危机，罗斯福政府颁布了一系列令人眼花缭乱的法律，开办了形形色色的项目——所谓的新政系列机构。金融部门是罗斯福的首要对象之一，上任不久，他就率先启动了旨在加强对金融机构和投资者进行控制的立法工作（1933年和1935年的“银行法”）。新设立的联邦存款保险公司通过银行存款保险的方式（最初以每位存款人2500美元为上限）扭转了席卷全国的恐慌性银行挤兑风潮。官方禁止银行向活期存款支付利息。特别禁止商业银行涉足公司及其他私人证券的承销或交易。商业银行与投资银行分业经营（1933年格拉斯—斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蒂格尔法）的规定是为了保护银行存款避免介入投机性风险，在20年代后期的牛市市场上，这种投机行为曾经扮演了主要的角色。

罗斯福的银行改革政策还授予联邦储备系统新的权力：规定银行向定期存款和储蓄存款支付的利率上限，设定证券贷款的保证金要求。新政还设立了证券与交易委员会，监督场内和场外的证券交易。现在，公共证券的发行人和承销商不得不服从严格的信息披露标准。

无论对整个国家的经济还是金融体制而言，第二次世界大战都是极大的佑助。战时经济的高速满负荷动员将美国从大萧条的深渊中拯救出来。在金融方面，联邦政府对信贷创造施加了额外的限制：强行降低消费信贷的回报，严格约束抵押融资业务。这一政策巩固了信贷结构。因此，在战争结束的时候，美国的金融体系具备了高度的流动性，而利率和股价则处于低位。不过，大萧条在精神上的阴影——工作的不安全感，追求财务上的万全之计，节制消费等——却遗留了下来，企业和个人的金融行为都沉浸在一派保守的气氛之中。

从各种意义上讲，50年代和60年代（我还只是刚刚开始自己的职业生涯）美国的经济和金融环境都是极为难得的。当时的美国无论在政治上还是经济上都是无与争锋的强者，人们对亨利·鲁斯（Henry Luce）关于"美国世纪"即将到来的断言充满信心。毁于战火的欧洲和日本经济刚刚开始复苏。而在国内，科学经济决策的新方法正大行其道。1946年设立的经济顾问委员会令职业经济学家拥有了更直接影响宏观经济决策的渠道。当然，经济中的周期性因素并未消除，在1948~1949，1953~1954，1957~1958和1960~1961年间还出现了经济衰退。但是，同两次大战之间的情况相比，这些衰退在程度上温

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和得多，由此增强了有关专家能够做到对经济进行“精确调谐”的看法。总的来说，从1951年到1960年，真实国民生产总值以年平均2.8%的坚定步伐增长，而失业率和通货膨胀则得到有效的控制。

在金融市场上，联储从战时的冬眠状态下复苏。根据1951年3月联储和财政部的共识，对长期政府债券2.5%的利率上限予以解冻，联储获得了施行弹性货币政策的空间。几年之后，联储——为了减少对信贷市场的干预——采取了限制公开市场国库券交易的重大举措。50年代，债券市场出现过3次起伏。在历次起伏期间，国债的收益率平均上升42%，在反弹时则平均下降16%，同后来的市场相比，这一幅度是相当温和的。与此形成对照的是，股票价格出现了不规则的上升，道-琼斯工业平均指数从200点上升到679点。

就在同时，商业银行重返商业借贷的业务领域。其中有些进行了合并以在市场上获取更强有力的地位，但这同此后几十年间金融机构的合并狂热完全不同。在公开的信贷市场上，公司债券开始流行起来，有不少新发行的债券系列安排了100年的偿付期限（此后直到90年代，这一现象才再度兴起）。总的来说，战后早期金融市场上的风险不是很高。金钱文化仍受制于大萧条和第二次世界大战的影响，从华尔街到乡间小镇概莫能外。

尽管如此，变化的线索还是有一些。现在回想起来，有一次事件特别地预示了管制放松和起伏跌宕的时代的到来。1959年曾有一段短暂的期间，利率攀升到在当年来说异乎寻常的高度。当时美国政府发行了一种5年期债券，息票5%。这次发行很快以“神奇的5年券”而出了名，因为个体投资人（相对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于机构投资人）对这批债券表现出极大的热情。我还记得排在纽约联储银行大厅里的队伍，人们等在那里填写订购单。现在看来当然很清楚了。“神奇的5年券”明白地预示了未来的投资环境，小额的家庭投资人加入到专业人员的队伍追求高回报的投资。

到60年代中期——经历了长达20年史无前例的经济稳定和繁荣之后——“经济危机”一词的色彩已经大为消褪。对大崩溃、大萧条期间的艰苦生活以及战争惨况的记忆渐渐地淡漠了。经济学家和金融专家们开始引入新的工具——经济计量模型和初期的计算机——收集和分析数据、监测经济运行。许多经济学家以不容置疑的口吻议论着野心勃勃的增长目标。有些人甚至相信经济学家已经一劳永逸地驯服了商业周期的烈马。

1966年的危机

在金融方面，1966年的信贷危机是战后以来的第一次重大困局。危机是由一系列各不相关的事件促成的，起初只是一次典型的循环性商业繁荣：经济在1960~1961年的衰退后经过了重建。随着经济的恢复，企业的资本支出起初增长缓慢，但到1966年则急剧上升。其中主要的驱动因素就是近期越南战争的严重扩大化所导致的国防开支大幅度增加。在年初的时候，失业率降到了4%以下，而到了1966年第三季度，（以消费价格计算的）年通货膨胀率却达到了3.8%——显著高于此前3年1.5%的平均水平。

与此同时，高层经济决策者越来越依赖财政手段管理经济和保持增长。这反映了人们对英国经济学家凯恩斯理论的广泛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接受——至少是接受了某一个普及的版本。凯恩斯在写于大萧条期间的论著中所论证的观点是，应当采取大幅增加政府开支的手段将经济从低谷中拯救出来——即使为此承受严重预算赤字的后果。(尽管新政在公共工程方面的大额支出及其他耗费巨资的项目仿佛凯恩斯主张的应用，罗斯福本人对这位经济学家的理论却并不熟悉。他更感兴趣的是为新近陷入贫困的中间阶级提供小恩小惠。此外他还致力于平衡预算，以至于在1937年刚刚出现复苏信号的时候就急于求成，其结果即是历史上所说的“罗斯福衰退”——原注）在战争期间，联邦开支的爆炸性增长对启动经济复苏的作用是有目共睹的，这也是凯恩斯主义效力的最好证明。

战后，经济学界越来越将弹性财政政策——及时调整税负和支出——视为确保持续增长的重要法宝。财政主义的拥戴者们提出了种种富于诱惑力的充满科学色彩的词汇：他们议论着对经济进行“精确调谐”、“中期修正”和“翻转再调整”，还将“软着陆”这样的字眼引进了经济学。这也是肯尼迪政府采取减税措施背后的考虑，因为当时联邦预算已经没有增支余地，而经济增长则陷于停滞。

这一理论当然是有价值的，但是它在现实世界中的应用却遇到了麻烦。首先，随着凯恩斯主义的普及，它被过度地简化了。凯恩斯赞同在正常情况下施行货币控制，赤字开支只是用于濒危病人救急的激进外科手术。可是到了如今，连小小的感冒也要动用凯恩斯手术。不仅如此，在使用中还出现了严重的不平衡。可以想像得出，政治领导人总是偏爱凯恩斯主义模型中扩张的一面——减税——却不喜欢收缩经济的一面。甚至在经济形势一派大好的时候，政治家们还是不惜一切代价避免增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税。这是短期政治利益战胜政策长期延续性的一个清楚例证。

我对这种宏观经济管理手段的怀疑在1965年越南战争升级之后变得十分强烈。在我看来，军费开支猛增排除了对联邦预算施行财政控制的可能，赤字也很可能大大超出官方预计的水平。我谨慎地注意到，这样一种财政政策将会加剧通货膨胀和利率上升的压力。（对整个国家来说）不幸的是，我的担心被证实了。约翰逊总统拒绝了他的经济班子的建议——他们主张在1966年初建议国会增税——标志着这一阶段弹性财政政策的终结。“大炮与黄油”并举的开支政策缺乏新的税收收入的支持，由此开启了现代美国史上著名的“通货大膨胀”。

1966年财政约束机制的破坏当然加大了联储的工作难度。但是，货币政策当局对信贷危机也应该负有自己的一份责任。1962年，金融界出现了重大的进展，商业银行开始发行大额可转让存单（CD）。这些新的货币市场工具从根本上改变了金融市场结构，因为它们第一次使银行获得了在公开市场购买负债的机会。在此之前，银行的资金来源仅限于当地的社团，如今它可以买入存单增加贷款和投资的数额，从而扩展了它作为金融中介的角色。在1962年，金融业的专家们很少有人认识到大额可转让存单对未来的重要性。许多人仅仅把它看成是一种技术改进。

很快，他们的错误就变得非常明显了。1966年，贷款需求抬头，商业银行业新的动态结构显现出来。银行开始积极地购买资金，公开市场上短期及储蓄存款的利率上扬至许可的最高点。这一变化导致成千上万的小额个人储户将家庭储蓄的很大部分撤出银行转向国债和其他公开市场投资。有些个人甚至将人寿保险退保取现，而用所得款项投资于公开市场债务工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具。这一现象——资金从存款和保险单流向公开市场投资工具——后来被称为逆中介化（disinter mediation）。

到1966年夏季——在大额存单市场利率升到允许的最高水平时——信贷危机达到了登峰造极的地步。对于金融界业内人士来说，这是一个极不寻常和令人恐慌的事件，特别是同战后以来平稳为主的节奏极为不和谐。如今，信贷市场的戏剧性紧缩对房屋建筑市场产生了极大的复杂影响（掀起了拒批贷款的浪潮），企业开始从银行转向公开市场寻求财务扩张的机会。形形色色的大型金融机构——特别是储贷协会——不得不以极快的速度抛售债券资产。

所罗门兄弟公司从许多方面感觉到了这股风向。交易师开始扩大债券买卖的利差。推销人员发现，新的债券越来越难推销出去了。而为公司的库存证券融资的成本也越来越高。

似乎每天都会发生出人意料的新的——也是令人更加不快的——变化。3月期国库券的收益攀升到5.58%的高点——今天看来并不稀奇，但在当年却是闻所未闻的。一家名为南加利福尼亚爱迪生公司的大型设备公司发行了一种长期债券，它在二级市场上的收益达到了6.19%。许多储贷协会感受到越来越严重的提款压力。大型的商业银行在轧平即将到期的存单方面开始力不从心，匆忙间通过购买欧洲美元存款以及由银行下属机构和关联机构发行商业票据的办法来筹集资金。

政府出面干预减缓了危机。8月底，联储发布了一封劝告函，呼吁国内的商业银行放慢商业贷款的增长速度，减少证券抛售。信中还指出，联储将利用面向成员行的联储贴现窗口紧缩借贷。大约与此同时，约翰逊总统号召联邦信贷机构减少其融资活动并且承诺削减联邦赤字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业、金融和政府融资项目的关键性利率开始不同程度地下降。商业公司们找到了在将来避免类似融资限制的途径。其中的许多进入了公开市场，在国内和在欧洲美元市场上发行新的商业票据。银行和储贷协会等金融机构吵嚷着要求放松 Q 条例（对利率上限的规定）。另一方面，个人投资者则开始重新考虑自己的投资选择。信贷危机促使成千上万的小额投资人选择了不同于普通银行存折的投资方式，从而为即将到来的投资民主化浪潮展现了第一缕曙光。

应当特别指出的是，尽管发生了信贷危机，但信贷的质量还是很不错的。如果说 1966 年的危机同此后的金融波动有什么区别的话，那么这应当是很重要的一点。自此以后，信贷质量下降的问题将显著地表面化。原因在于，1966 年贷款拒批的反应非常及时。由于金融市场的分隔性、政府对银行和储贷机构利率上限的管制以及资本市场内部的竞争，利率上扬的幅度受到抑制。

无论如何，1966 年的危机在美国金融史上留下了一个无法忘却的印记。它还在金融辞典上增加了一个新的词汇：“逆中介化”。

宾夕法尼亚中央铁路公司的破产

1970 年，另一场性质不同的信贷危机爆发了。同 1966 年那一次一样的是，它也有自己的商业循环背景。通货膨胀正在抬头。越南战争导致的军费开支日渐增长。公司企业越来越依赖外部的资金来源，这是标志企业扩张进入尾声的常见信号。作为市场环境的背景，联储正在实行紧缩的货币政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在错误的引导体制下，全国性的经济增长政策导致了通货膨胀预期。近几年来，最令人吃惊的通货膨胀压力并非来自1965年和1966年期间批发物价指数和消费者物价指数的急剧上升。当然，这反映了与快速扩张相联系的周期性现象。它是1966年秋信贷危机之后通货膨胀预期的延续。很显然，涨价虽然减缓了，可通货膨胀预期则依然如故。在大举开支、货币注入和工资与物价管制失败的政策背景下，通货膨胀螺旋的死灰复燃将是不可避免的。

亨利·考夫曼，“官方政策时效低劣对市场的影响”，在城市金融论坛上的讲话，1968年2月20日，华盛顿特区。

（图13－1）

银行界感受到了凉意。由于联储拒绝提高Q条例规定的上限，银行存单大量流失。为了打破这些限制，银行们变得更加依赖海外机构和欧洲美元市场的借款。它们还以持股公司的名义发行商业票据，以及大力开发回购协定业务。靠了这样那样的种种策略，它们奋力拼搏成功地避免了此前在1966年遭遇的处境。与此同时，公司企业也做出努力以免重蹈覆辙。他们没有忘记自己在几年前向银行求贷时的艰难处境，因此开始大规模地发售商业票据。

1969年，我开始体察到信贷市场上正在酝酿的问题，并且同西德尼·霍默探讨了出现又一次严重危机的可能。西德尼建议我们将自己的担心同阿瑟·伯恩斯谈一谈，后者是新近确定的联储下任主席。伯恩斯尚未履任，我们在国务院的办公室

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里同他见面，他即将结束尼克松总统特别顾问的工作。西德尼认识伯恩斯已经好几年了，我也很快同他熟了起来。我们在一起的机会尽管不是很多，但总是让我感到很愉快。

阿瑟·伯恩斯身高不过中等，声调也有点高，但他的外形却令人注目。满头白头从中间分开，烟斗永远挂在嘴上，演说迟缓而抑扬顿挫——一切都在传达着庄重严肃的气氛。相比于他的行为举止，伯恩斯的履历令人印象更加深刻：哥伦比亚大学教授，商业循环方面的研究专家，经济顾问委员会前任主席。简言之，他是一个公认的权威，而且他的表现似乎也名副其实。（尽管如此，今后的 8 年将会证明，伯恩斯在任期内的表现很难算得上现代货币政策史上的亮点。除了诸多缺点之外，他还低估了 1973 年能源危机的严重性，对尼克松的工资与物价控制政策进行支持，还试图勉为其难坚持货币放松的政策。）

那次我们同伯恩斯见面是在 1969 年感恩节的前夜。以大量数据为依据，我们强调指出，未清偿商业票据数量的急剧增长——再加上银行贷款的快速积累——正在破坏公司的信贷质量。按照我们的计算，未清偿商业票据从 1965 年 6 月的大约 100 亿美元，攀升到 1969 年底的 320 亿美元，而到 1970 年 5 月则扶摇而上 400 亿美元。我们认为，这样下去很可能导致公司周转不灵的后果。

伯恩斯听懂了我们的分析，但我感觉他认为我们夸大了问题的严重性。此外，他还没有条件采取行动。就算那时他已经走马上任，他也缺乏作为国家首席中央银行家处理金融危机的经验。

危机是在 1970 年 5 月爆发的。宾夕法尼亚中央铁路公司的破产成了导火索，它管理着全国最大的铁路系统之一。宾铁手上有一大宗商业票据——总值大约 2 亿美元——将在 3 个月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后到期。但它已经没有能力支付到期票据了，发行新票据也不过是天方夜谭。风声传到华尔街，宾铁的股票一落千丈。

在其他地方也出现了一些信号，预示着更为广泛的危机可能正在逼近。信贷质量的收益利差开始剧烈扩大。当两家大型金融公司——商业信贷公司和克莱斯勒财务公司——也出现到期票据无法偿付的情况时，整个商业票据市场陷入了恐慌。

当宾铁危机达到高潮时，纽约股票交易所主席伯纳德·“巴尼”·拉斯克尔（Bernard “Bunny” Lasker）提出同我会面。拉斯克尔那时正准备拜见总统尼克松，讨论应对危机的策略，他希望听听我的意见。就在他预定面见尼克松的前一天，我同拉斯克尔进行了讨论并且提出了我的几点建议。

首先，我建议他低调处理他的白宫之行。报章上有关拉斯克尔行踪的报道只会引起市场的进一步波动。其次，他应当力争独自面见总统的机会。只有在这种条件下，他才能不受拘束，畅言无忌。在政策方面，我最重要的建议是总统应当鼓励联储放松银根，适度抬高定期存款的利率上限，从而令银行恢复流动性，缓解商业票据市场上的压力。

我的话拉斯克尔似乎听进去了，他告诉我他是尼克松总统的私人朋友，单独觐见毫无问题。我们抱着乐观的心情互相道别。

可惜人算不如天算。巴尼从华盛顿回来之后告诉我，报界已经听到了他此行的风声，当他抵达白宫时，房间里坐满了总统的顾问们。因为有这么多人在场，拉斯克尔的陈辞自然大打折扣。

虽说如此，联储倒真的在6月施行了放松货币的政策，它对信贷市场的积极作用是有目共睹的。它还暂时中止对银行向期限为30天至89天的大额记名存单支付的利率上限的规定。正如我所预料的，此后，金融形势迅速地好转起来。在这段时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间里，银行发售了不计其数的存单。由于未清偿商业票据总量急剧减少，银行放宽了贷款，冲销了很大一部分由此产生的影响，在上述种种的作用下，经济开始滑入衰退。

同1966年信贷危机不一样，1970年的危局伴随着信贷质量的严重下降，其程度足以引发一场影响巨大的破产（宾铁），还把几家大公司带到了灾难的边缘。不幸的是，信贷质量的恶化由此成了20世纪余下年份里历次金融危机的共同特征。

从宾铁破产的废墟中崛起的美国公司决心避免这种命运。因此，他们争夺更多的银行信贷以支持尚未到期的商业票据。商业银行开始发放浮息贷款，它们用期限相近的存款和借入资金来提供融资。实际上，这意味着商业银行正在变成利差银行。

当然，商业银行业务的重新定义也带来了新的风险。第一次明确无误的警告出现在1974年，以富兰克林国民银行的破产为标志。富兰克林银行在发行可转让存单和吸收联邦基金的业务中颇为冒进，它也是欧洲美元中间银行市场上的一个大买家。但是，它的信贷质量极为低劣，再加上在外汇市场上蒙受了重大损失。后者反过来又导致了赫斯塔特（Herstatt）的倒闭，这是西德的一家私有银行。赫斯塔特的际遇导致国库券同存单之间的收益利差出现了戏剧性的扩张，由此开启了外汇市场和欧洲美元市场的一段动荡时期。

这些变化凸显了由于利差银行业务的普遍化而给银行系统带来的新的不稳定性。另一个当时并不起眼，现在看来则非常重要的现象，是联储从富兰克林国民银行和赫斯塔特银行破产期间开始施行的控制危机传播的措施。随着危机的展开，联储开始向富兰克林银行提供贷款，以期保护金融市场——特别是存单市场——并稳定欧洲美元市场和外汇市场。就这样，联储突破了原先仅仅作为最后贷款人的角色，在战后历史上第一次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

介入了国际市场。这绝不是最后一次。

石油危机及其隐蔽的效应

1973年成为美国经济史上的一道分水岭。经过长达整整一代人的史无前例的经济扩张，经济突然进入了一段低增长甚至停滞的期间（究竟如何取决于你采信何种指标）。现在，美国经济在战后以来第一次遭受了高通货膨胀、高失业率和低增长相结合的折磨和损害。传统的经济学模型对这一现象一筹莫展：按他们的说法，通货膨胀和失业率是相互抵消的，不会同时出现。由于历史上从来没有经济停滞和通货膨胀并举的先例，人们创造了一个新词来形容它：滞胀。

> 最后，持续的通货膨胀加剧了经济和金融的集中度，侵害了私人企业的自由，破坏了为保持民主社会正常运行所必须遵循的法则。今天，真正的自由主义者是那些主张实行强有力反通货膨胀政策的人。只有听从他们的主张，才能挽救经济和政治民主，保障经济持续增长。实行纵容通货膨胀的刺激性经济政策的主张就是经济上的动派哲学。在这种哲学中包含着未来经济和金融重大风险的全部要素。
>
> ---
>
> 亨利·考夫曼，“通货膨胀、信贷流量和利率”，在美国铁路联合会财政分会上的讲话，1973年10月23日，亚利桑那州，凤凰城。

（图13-2）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

滞胀的形成当然有结构性和循环性的因素，例如约翰逊政府时期所积蓄的要命的通货膨胀压力。不过，当时也的确有直接的扰动因素：1973～1974年间的石油危机。1973年10月，犹太教的赎罪日，埃及坦克突破苏伊士运河，长驱直入以色列占领区。在随后爆发的这场短暂而激烈的战争中，美国支持以色列。作为报复，阿拉伯石油出口国的领导人同其他石油出口国联合起来，将软弱的石油输出国组织（OPEC）变成了一家强有力的军事化卡特尔。其结果就是事实上的石油禁运——原油价格在1972年为每桶3.70美元，18个月后猛涨了3倍。

经济学家和政府当局都很清楚原油价格飙升的直接后果。运输费用的增加将很快波及世界经济，抬高一切由卡车、火车、小轿车和飞机运载的商品价格。不仅如此，石油还是每年数十亿吨石化产品的基本原料，包括产量最大的一些塑料制品。美国占了世界石油消费的大头，其中绝大部分依靠进口，它对石油禁运困扰的体会当然也最为痛切。

上述的一切还只是更为复杂的背景的一部分——当然是最显眼的部分。70年代早期的能源危机对国际金融的结构也产生了极为深远的影响。但在当时，无论专家还是政府当局对此都未能充分地认识到。在这个意义上，70年代中期乱局中的美国领导人表现得惊人的短视。

当时的人们未能充分地认识到，第一次石油危机（另一次发生在1979年）在三个方面对金融市场产生了重大的影响。首先是确立了美元作为巨额石油财富转移工具的重要地位。第二，美国拥有巨大的潜力，能够限制世界经济和市场上出现的大规模资本流动的作用范围和消极影响，特别是那些发生在发展中世界的事件。最后，美国政府当局为了眼前的政治目标而牺牲了自己强有力的地位，对由此造成的更加不利的局面视而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不见。以上是我在 1973～1974 年间表述的观点，我相信，时间的发展只不过加强了它们的有效性。

问题的核心在于美国经济的整体利益同掌握石油财富流动的主要金融机构的狭隘利益之间的矛盾。对银行，特别是有数的几家大银行来说，掌管石油货币流动业务可是千载难逢的发财良机。道理很简单。石油消费者面对价格联合体只好支付更高的价格，而石油生产国则会将这些钱存在西方的大银行。银行则用这些存款再来为石油消费者融资。整个石油危机期间令美国政府和金融界领导人着迷的是这种神奇的资本循环本身，而不是这些做法对作为整体的美国经济运行的影响。

失误在于，人们实际上忽略了这一格局中的两个极为重要的方面。首先，对美元和上述国际银行业务关系越来越大的依赖助长了油价的快速攀升。不管怎么说，如果没有这种国际金融系统支持石油收购业务（美元在国际银行间流动），OPEC 国家不可能为他们庞大的产量找到市场。

由此产生的第二个问题是，富有的石油生产者成为银行的大债主，后者殷勤地满足他们的每一个要求。而这又导致信贷流向低信贷质量的借款人。石油生产者成了大型货币中心握在手中的钱袋，进一步又成为信贷质量恶化的国家和公司手中的钱袋。更有甚者，华尔街鼓励这一潮流的涌动，因为石油资本代表了具有无穷吸引力的金融和投资机会。时间一周一周地过去，石油生产国的财政部长和中央银行趾高气扬，成为人人竞相追逐的对象。很快，飞往利雅得和其他中东国家首都的班机上就挤满了西方的银行家和投资经理。华尔街和华盛顿都未能认识到金融资源转移更深层次的重要性。

当时我最关注的问题是银行的过度卷入最终会惹出麻烦——不仅是银行自己的麻烦，还将祸及美元以及整个金融市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场。我在 1976 年的一次会议（由伦敦《金融时报》主办）上发表了题为“银行是否有必要为长期的不利局面作好准备”的讲话，表达了上述担心（1976 年 4 月 30 日）。我着重指出，银行资产和负债虽然急剧增长，但银行的股权资本却没有得到相应的充实。我还预言银行将被迫披露更多的信息，它们很可能不得不执行更严格的和更保守的会计标准，而来自官方的监管也将更加严厉。

我的讲话在报界引起了极大的关注，花旗集团的高级管理人员也注意到它，他们邀请我共进午餐来一番辩论。当时花旗集团的掌门人是沃尔特·瑞斯顿（1967 年任总裁，首席执行官，1970 年起任董事长），他是那个时代中最有影响力的银行家，可能至今也仍然是。沃尔特个子高高的，有点偏瘦，是一个目标专注而足智多谋的人。他在经济和政治上都属于保守派，同当年的共和党政治领导人过从甚密。他的演讲是条理清晰的典范，经常在报章上占据很大的位置。

随着我们两人各自的声誉在金融界逐渐上升，我们对银行业角色的看法也拉开了巨大的差距。在我看来，银行业是一个特殊的、独特的行业，应当对其进行具体的限制。作为巨额储蓄的保管人，银行（实际上也包括其他金融机构）负有极大的信托责任——它制约着金融机构的创业冲动。

沃尔特·瑞斯顿则刚好相反，他推崇银行业中的企业家精神。他相信银行应当设置增长目标。在花旗银行，他督促手下的经理们实现利润年增长 15%的目标。（我认为，正是他向借贷和投资官员们所施加的这种压力导致了信贷标准的放松，最终毁了这家银行。）但是，瑞斯顿在行业内的威望无人可比，这使他成了当年商业银行业里类似 Pied Piper（花衣魔笛手，中世纪传说中解除普鲁士哈默尔恩地区鼠疫的魔笛手，因未付

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其报酬而将当地的孩子全部拐走——译注）的人。许多人以他为榜样，开展了大胆的负债管理业务。

瑞斯顿的创业型银行哲学充分地表现在他的名言中："银行会破产，而主权国家却不会。"所谓国家总会偿付其债务的说法当然是没有历史根据的。然而瑞斯顿的话却不胫而走，鼓舞着金融机构和投资者参与银团贷款，不经审慎考察就将巨额资本贷给发展中国家。其结果就是80年代掀起的违约波涛，给第三世界经济、全球金融市场和花旗银行自己造成了灾难性后果。

尽管我们都很敬重对方，瑞斯顿却常常为我们之间的分歧而奚落和挖苦我。（同瑞斯顿享有的威武声势相反，我的雅号却是"末日博士"。）"世界是不是马上就要毁灭了，亨利?"他总是这样取笑我，而我则回敬他，"只要花旗银行还能从联储贴现窗口借到钱，世界就不会毁灭。"菲利普·茨威格（Phillip Zweig）在他为瑞斯顿所做的大部头传记中写道，花旗银行的经济学家将我视为"眼中钉，肉中刺"，经常"在公开和私下的场合"对我说三道四：

> "花旗银行预言利率会跌，而考夫曼却说，创记录的长期利率仍将持续下去。看来没有人把花旗银行的判断放在心上。当'末日博士'说话时，整个市场都在倾听——花旗银行总部对此十分焦虑。'掩饰不住竞争中的妒意'，花旗银行前经济学家克利夫兰承认道。（见《沃尔特·瑞斯顿与花旗银行》，海南出版社，1999）

证券公司也是沃尔特讨厌的对象。10年后，《华尔街日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报》请他评论我1986年的新著——《利率、市场和新的金融世界》。他的评论是毫不留情的——整整好几段猛烈的抨击，而称赞的话只有两段——开头这样写道：“作为所罗门兄弟公司的高级官员，亨利·考夫曼对交易大厅的情况再熟悉不过了。由他出面抱怨信贷过度创造就好像妓院里弹钢琴的说自己不知道楼上是干什么的。”（瑞斯顿，1986。）

从评论中可以看出，最令他震怒的是我“对商业银行业的无端攻击。”随他怎么说，对瑞斯顿式的随心所欲的金融运作泛滥的情景——不仅在商业银行，还传播到其他金融机构——我可不能保持沉默，我在那本书中谈过，到了这本书还要接着谈。最终，80年代的经验最好不过地说明了像瑞斯顿那样领导花旗银行的做法将要承受什么样的风险。尽管取得了许多成就，这家纽约的金融发电站（茨威格就是这样称呼花旗银行的）使出浑身解数的结果却是摧毁而不是修复陷入困境的美国金融监管体制；它带头发放了价值数十亿美元的轻率的消费者信贷和不动产信贷；最不幸的是，它还要为投放给第三世界的数十亿美元不良贷款负责。

1976年那次我同花旗银行高级经理层的午餐会是在亲热的气氛中开始的，但是话题很快就转向了我在《金融时报》会议上的一些评论。他们说我过高地估计了对银行资本的要求，因为我没有考虑近年来银行业性质的变化。花旗银行的银行家们强调指出，银行已经变成了高度竞争的负债管理者。资产的回报率如今在银行负债成本之上浮动。这样一来，银行的利率风险已不复存在。至于银行业交易中的信贷风险，花旗银行的经理向我解释，这是银行最本分的业务，在这一方面他们拥有极高的专业水平。

这一套说服不了我。我回敬道，首先，金融史上的记录不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支持这种论断。银行信贷质量的下降一般都会增加其利率风险，历史上早期看来非常可靠而最后却捅出大娄子的贷款屡见不鲜。如果银行资本占其总资产的比例越来越低的话，私人银行还能办得下去吗？言之成理的问题是："为什么这么小的私人股权份额就能控制如此巨大的资本？"

自那次花旗银行午餐会以来，我的上述观点从未改变——我猜想，沃尔特·瑞斯顿也从未改变他的立场。

但是，只要我们稍稍回忆一下战后另一次信贷危机——1981～1982 年的金融动荡——有关银行可以免除利率和信贷风险的说法就会不攻自破。危机的核心是信贷需求者之间为有限的资金供给而展开的斗争。这本来不足为奇。金融市场真正值得注意的变化在于许多利率上限被大大放宽，甚至干脆取消了。

这次信贷紧张在很大程度上源自联储的政策。1979 年 11 月，保罗·沃尔克被任命为联储主席之后，联储开始控制经济过热的局面——特别是高通胀率和无所顾忌的银行行为——其做法是将银行系统的储备增长保持在一个适中的水平上。这只是一轮更为彻底的货币主义专政的先声。在此后信贷危机最严重的时候，优惠贷款利率曾上攀 21.5%，抵押贷款利率达到 17%，美国国债利率则是 15.25%。在此之后，房屋贷款枯竭了，储贷协会——背负着数十亿美元低利率长期抵押贷款——的亏损直线上升。

与此同时，随着发展中国家一个接一个出现不能按期偿付的问题，新的贷款发放也就此停止了。在墨西哥，情况特别严重。9 家美国最大的银行一共向墨西哥放贷 134 亿美元，占它们资本金的比例达到 50% 的惊人地步。当墨西哥暂时关闭外汇市场并且宣布在墨西哥的全部外汇帐户都只能兑换成比索之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，上述银行同意债务展期。他们别无选择。

美国领导银行行为不谨慎的后果同时还在别的地方表现出来。在俄克拉荷马，宾州广场银行（Penn Square Bank）由于大笔贷给能源企业的贷款不能回收而陷于破产。大陆伊利诺斯（Continental Illinois），一家巨型的芝加哥银行，也因为积极贷款给能源公司而遇到了麻烦。

不过，尽管面临着这些严重问题，美国银行业却没能正确理解其信号，从而获得宝贵的教益。因为就在 1980 ~ 1982 年的困难过后没多久，金融市场发生了长达近 10 年的金融放纵，最终导致了自大萧条以来美国金融最深重的一次危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章　80 年代和 90 年代金融过热的教训

我曾经指出，垃圾债券常常为那些按规定不能直接购买股权的机构提供了伪装的股权替代品。垃圾债券市场在 80 年代后期崩溃了——同时完蛋的还有哥伦比亚储贷协会。

80 年代上演了令人震惊的巨额债券创造的一幕。通过分析可以描绘出清晰而危险的景象：债务的增长远远高于经济活动的扩展。举例来说，在 60 年代和 70 年代，名义国民生产总值的增长同国内非金融债务的增长大致相当。但是，到了 80 年代，这种一致性消失了。进入 80 年代之后，这一不幸的趋势在我的演讲和论文中占据了越来越大的比例。

债务爆炸是由几个基本因素导致的。首先是观念上的变化，在大萧条中培养起来的有关储蓄和消费的保守观念被淡忘了。即使碰到像 60 年代和 70 年代那样的金融危机，金融机构却几乎没有破产的。在企业、家庭和金融界普遍流行的安全感和繁荣景象产生了一种自信的文化——甚至是自满——以及承担风险的胆量。家庭部门投资观念的转变可以从这一事实中看出来，越来越少的美国人庆贺自己付清了住房贷款，而在战前和战争刚刚结束的时候这还是家庭建设上的一个里程碑。与从前相反，80 年代的美国家庭常常增加他们的负债。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司对债务的态度也发生了变化。大胆摆脱以前的习俗，公司的金融官员越来越不重视货币和信贷，负债和流动性的区别。银行和储贷协会在借贷和投资方面过于大胆，当80年代末信贷放纵走到尽头时，它们中有许多将陷入周转不灵的困境。

国债的膨胀及其后果

80年代债务爆炸的第三个动力来自美国政府。正如众所周知的，税收削减和国防开支大幅上升导致了预算赤字的膨胀。情况是相当令人震惊的。在60年代，联邦债务的年增长幅度平均是2%，而同期国内生产总值平均增长接近7%；在70年代，联邦债务的年增长幅度平均是9%，同期国内生产总值增长为10%。到了80年代，联邦债务的年均增长为13.2%，而国内生产总值的增长则只有7.5%。换一种说法，在60年代末和70年代，预算赤字大约占国内生产总值的1/4，但到了80年代末这一比例却上升为1/2。

联邦政府债务膨胀是三大因素合力作用的结果：国防开支增加、社会福利开支上升（社会保险、医疗照顾、医疗补助，这些都是最大和政治上最触动不得的项目）和减税。后者是一小批人数不多但声誉很高的“供应学派”经济学者的主张，其中包括经济学家阿瑟·拉弗（Arthur Laffer）、参议员杰克·凯普（Jack Kamp）和《华尔街日报》专栏作家居德·瓦内斯基（Jude Wanniski）。该理论（它从来也只是一个理论）的假设是，税率太高以至于妨碍了工作和资本投资。供应学派论证道——并且还说服里根政府接受了他们的观点——大幅度减税可以有力地促进经济增长，其净效应将是联邦税收的增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不幸的是，事实上出现的恰恰是完全相反的结果。随着税率的下降，税收收入也直线减少。国民经济研究署（National Bureau of Economic Research）最近发布的数据表明，里根当局的关键性法律（1981 年《经济复兴税法》）将 80 年代早期的年税收总值削减了大约 1000 亿美元，而自 1987 年开始则削减了大约 2000 亿美元。（其他 3 项税要么是中性的，要么这样那样地产生过一些不大的效果。）

眼看着债务危机的累积，我变得越来越不安，在言辞上也更大胆。1984 年，我在国会作证道：

我确信，如果过去几年我们大幅减少预算赤字的话，那么今天的利率一定会低得多。赤字降低，再加上衰退和经济恢复初期常见的私人信贷需求平和的局面，货币政策在刺激经济方面本来可以更有作为，而不至于像现在这样受制于财政政策。

就在我作证之后不久，美国财政部公布了一份研究报告，结论同我相反。它认为政府借贷和利率变化之间没有什么联系——其依据是从历史上翻出来的案例：比如曾有经济衰退期间赤字庞大而利率依然下降的情况，相反，也有经济扩张期间赤字很小而利率依然上升的情形。对此，我反驳道，80 年代的赤字大大超出了同期经济的增长。我质问他们："你们可知道一旦赤字也减少的话，利率会降到什么程度吗？"

我最担心的问题之一是预算赤字太高，扰乱私人金融部门。我同意大多数人的看法，对巨额联邦债务所导致的公共部门和私人借款人之间愈演愈烈的争夺投资资金的局面表示担忧。但是我的担心还不止于此。随着政府增发长期债券，公司和家庭投资者也倾向于从短期借贷转向浮息融资。的确，刚开始的时候这种债务结构的成本一般不高。但是，因为我们不知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道再融资的成本，其效果对私人部门而言事实上是增加了利率风险。

有的人不喜欢我对美国财政政策的看法。财政部长唐纳德·里甘指责我的观点是冲着政策来的，因为他确信我是民主党人。实际上，我一向是独立投票人，投给民主党还是共和党（主要）是看他们的经济政策是否可靠。我不会盲目相信任何一方的头脑。

我之所以招致抨击是因为80年代初期我同共和党国会领导人的一次会议。会议是由彼得·弗拉纳甘组织的，他是尼克松总统的前助理，这次召集了几位华尔街高层人士讨论总统的预算案。与会人士还有众议院少数派领袖鲍勃·麦切尔（Bob Michel）以及巴勃·孔纳伯（Barber Conable），后者是来自纽约州北部的众议员，未来的世界银行行长。所有这些人都知道我对预算膨胀的立场，但我还是对自己的观点做了一次简短的陈述。

他们的反应令我放松了警惕。他们毫无掩饰地告诉我，因为华尔街终于有了一个支持企业和金融市场的政府，我应当在自己的演讲和文章中支持里根当局。我的回答是进一步发挥自己的看法。他们没有被说服，而我也听不进他们的规劝。尽管谁也没有让步，但那天我离开国会山的时候心里却充满了爱国主义的激情。无论如何，除了美国之外，还有什么地方能让我在政府高官面前享有这样的言论自由呢？难道是在国家社会主义统治下的德国吗？

审思1987年股灾

到了80年代后期，金融过热的许多问题开始暴露出来，并且已经变得无法忍受。当然，其中最为严重的一次发作当属

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1987年10月19日的股市崩溃。道－琼斯指数一日之内下挫508点，创下华尔街历史上最大单日跌幅（20.4%）。自8月底以来，股票市场已经一路跌去500点。两个月以来的总损失超过了10000亿美元。

就在大崩溃之前的几个月里，我震惊地发现信贷市场银根严重收紧，而美欧官员对美元疲软和美国预算赤字飙升等问题的看法则大相径庭。在这样的背景下市场为何仍然走强，我对此大惑不解。当然，我分析的焦点倒不是市场在什么时候和怎样崩溃的问题。尽管如此，在10月15日星期四——距市场崩溃只剩四天——于佛罗里达召开的一次机构会议上，当我完成演讲回答听众提问时还是不可避免地触及到这一方面。我向听众指出，从目前的经济和金融形势来看，金融市场易变性极高，很可能会出现道－琼斯工业平均指数下挫150～200点的情况，但我没有说具体的时间。就在第二天，道－琼斯指数下跌了108点，成为下周一暴跌的先声。

10月18日星期天，我上了“与报纸相约”的栏目。可以想像，记者们千方百计引诱我对第二天的市场走势作出预测。我竭力避免落入他们的圈套，只是反复向他们解释，不存在能够在仅仅一天之前对像市场崩盘这样的重大事件作出预报的分析方法。星期五的深度回调已经让投资者大惊失色了，我无意让他们的日子更加艰难。出于这种考虑，我讲得含糊其辞，把情况说得比我感觉到的好一些。

在我之后回答节目提问的是财政部长詹姆士·贝克，他不打算模仿我的策略。当主持人问到有关国际货币和外汇市场方面出现形势恶化的边缘时，他回答道，“……我们不会坐视贸易盈余国家提高利率压低全世界的经济增长，以为美国总有一天也会加入到提高利率的行列中来。”这番话令我感到震惊，节目结束后我问财政部长：“吉姆，这真是一个坦率的声明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可是市场也许会错误地理解你的意思。”我永远也忘不了他的生硬回答，“亨利，总得说点什么吧。”

第二天——也就是市场崩盘日——的情景至少可以算得上戏剧性的大创伤。同股票有关的所有市场都发生了破位下行。场内卖盘汹涌。崩盘还扩散到了其他国家。随着市场的剧烈下跌，各种疑问油然而生，在证券公司贷款投资的客户能拿出追加保证金所要求的款项吗？那些贷款给证券公司的金融机构会不会减少贷款额度？金融市场上开始流传破产的谣言。

在所罗门公司的交易大厅里，我目睹了两种截然相反的景象。在固定收益债券交易厅里，交易师和推销员们注视着屏幕上显示的货币和债券市场的价格轨迹。许多人在低声议论着股票市场的动态。总的来说，气氛是平静的。

但是，就在下面的一层，那里交易股票和同股票相关的金融工具，是一派沸反盈天的景象。电话上来电信号灯到处在闪烁，但绝大多数好像根本无人接听。许多年轻的交易师和推销员们震惊得目瞪口呆，完全不知所措。在绝大多数情况下只有资深的老交易师还在接听电话，试图同客户保持联系，接受订单，指望至少有一些能够执行，场面混乱不堪。

第二天下午，联储制止了恐慌，向市场注入了大量的现金。9 个星期前刚就任联储主席的艾伦·格林斯潘宣布联储“将提供流动资金支持经济和金融系统。”虽然事后总有人批评格林斯潘一手促成了崩盘——他在 9 月 4 日将领先贴现率(bell wether discount rate)从 5.5%提高到 6%，这是近 3 年半以来第一次大幅提升——但是他对危机的处置还是赢得了广泛的欢迎。在另一方面，政府则鼓励公司宣布大额股份回购计划。

在 1987 年股灾发生之后，交易大厅流传着各种各样的解释，可谓众说纷纭。但是，有几个基本点是很清楚的。收益一直上不去，市盈率倒是一直在走高，而通货膨胀——经过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1986年的下降之后——又开始抬头。在金融市场方面，利率在急剧地上升，美国长期国债的利率在10月初达到接近10%的水平。前面已经说过，联储在9月份将折扣率提高了50个基本点。而在外汇市场上，美元正承受着抛压。尽管有种种问题，从1月起到8月的峰值，股票市场的升幅还是达到了44%。

股票市场的飙升得益于好几项因素。其中之一是80年代的收购兼并热潮。由于在绝大多数情况下这种商业行为是由债券发行的方式来融资的，其效应就是将一大批股票从市场上吸出来。随着信贷市场的紧缩和信贷收益的上升，收购兼并业务的融资成本也随之增加。不仅如此，这些活动在崩盘期间的停顿也加剧了问题的严重性。

一项新近发展起来的被称为资产组合保险的技术也加剧了市场跌势。它的理论非常简单：当股票价格下跌时，投资人卖出股票期货来保护巨额亏损，从而起到保险的作用。问题出在指数套利者的身上，他们为市场下跌后低廉的期货价格所诱惑，买入期货，反过来则在纽约股市抛售作为保险对冲。尽管资产组合保险的初衷是鼓励投资人增持股票，可是一旦市场崩盘，它反而增加了抛售压力，结果是形势的进一步恶化。

公司债券和兼并狂热

1987年的股灾暴露了80年代金融市场的一些缺陷。其实市场上还存在着另一些尚未暴露但同样严重的缺陷。这中间最要命的一项就是公司债券的迅速增长——1989年早期，在全国报业俱乐部的一次演讲中，我称之为“美国公司的逆资本化”趋势。

这一趋势的强度令人吃惊，我们可以从几个方面看出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，新发债券开始渐渐取代已发行的股票。在80年代，美国非金融公司的债务总额增加了15570亿美元，而在70年代，则只增加了5520亿美元。与此同时，非金融公司股票减少2670亿美元，相比于70年代3410亿美元的扩张，不可谓不令人印象深刻。随着公司债券的急增，到80年代末，美国非金融企业支出的利息也坐上了火箭，占到内部现金流量的30%。换一个角度看，这些利息支付超出了1974年和1982年衰退期间的内部现金流量占用水平，分别为19%和22%。

不仅如此，80年代公司财务杠杆运作的爆炸性增长伴随着公司信贷质量的严重下降。公司信用评级连续8年呈下降趋势。到80年代末，能够保持A或AA级信用等级的美国大公司数目大幅度下降，而仍享有AAA级信用级别的大公司则寥寥可数。

在公司债券闹剧的背后，是一场席卷全国的兼并收购狂热，它在金融方面的帮凶则是炙手可热的垃圾债券融资。80年代热衷于兼并收购和杠杆收购的当事人从中可以获取极大的既定利益，这种情况直至今天也没有什么改变。收购企业是高级经理们眼前的极有诱惑力的机会，他们可以藉此以极高的溢价将手上的股票期权予以套现。此外，80年代的多起管理者收购为现任经理在新的公司实体中赢得了优越的股权地位。另一方面，股东们一般在企业重组活动中较为被动，收购者为他们手中股票支付的溢价令他们坐收渔利，然后他们再用到手的资金寻找别的投资机会。

除此之外还有不少人从兼并收购和杠杆收购热潮中获利，他们也是这一热潮的支持者。商业银行和投资银行从承办贷款和债券融资的业务中大发利市。律师们开出吓人的费用收据。股票市场至少在初期也可以算得上是受益者，因为大批股票退

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出流通无论如何总可以起到推高股票价格的作用。重赏在前，那些在 80 年代卷入兼并和杠杆收购游戏的各色人物自然很难对这些交易的社会和经济效益作出客观的评价。

所有这些动机都和我不相干。我坚定地反对 80 年代滥发公司的狂潮。首先，我确信，高度杠杆化运营的公司在经济循环性下降时的损失很可能高于平均水平。这种公司往往会发现自己的现金流量不够抵补其新近背上的债务，不可避免地导致一连串的债务延展，甚至更糟。在我看来，公司破产很可能成为下一轮衰退中的一个相当普遍的问题。这反过来会成为一项政治议题：为了消除杠杆过度的危险，我们是否准备好全面接受市场的游戏规则。

> 总结起来，债务的快速增长是今天美国所面临的最严重的问题之一。仅仅靠对货币政策进行微调来降低货币增长目标是不够的。此外，单靠削减联邦预算赤字也不是个根本之策，当然这是一个非常有用的基本手段。现在需要的是一个综合的治理对策，对信贷市场在社会中的角色给出清楚的定义，同时将最优化的管制和非管制手段结合起来。可是，要想实现这一目标，我们将不得不牺牲许多既得利益以保存信贷体制的完整——这也是民主经济社会得以存续的最起码的前提。
>
> ---
>
> 亨利·考夫曼，“债务快速增长背后的危险：全国性政策调整的必要性，”在全国报业俱乐部的讲话。1985 年 1 月，华盛顿特区。

（图 14－1a）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今天，真正令人担心的是许多企业从股权融资转向债券融资的变化，这种人们极不情愿的趋势已经颇有时日了。近几年来，公司收购兼并以及杠杆收购的狂热加速了这一转变，其结果是人们对自有资本更加不重视。我深信，除非采取有力的措施，这一领域几乎不可能避免过热的悲剧，从而对美国的自由企业制度造成危害。

目前，我还不能就此得出所有高杠杆的公司重组均属不智的结论。其中有一些也许会产生积极的经济效益。但是物极必反，美国企业的非资本化会导致未来的金融困难。至少它会把政府拖到企业性的担保破产企业的活动中去，而将我们的社会体制从经济的和民主的转向更加接近社会主义的色彩。

亨利·考夫曼，“美国企业的非资本化，”在全国报业俱乐部的讲话，1989年1月10日，华盛顿特区。

（图 14－1b）

兼并收购和杠杆收购的支持者们否定了我的忧虑。他们断言，公司债券并没有增加真实的负担，即使经济形势逆转，我们也可以方便地进行债务重组。他们提醒大家注意欧洲和日本企业高得多的负债/股权比，而后者的经营业绩非常出色。有些人甚至断言，在摆脱了股票市场对经营活动所施加的短期影响之后，公司的管理层可以放手追求企业的长期战略利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们被赋予了一种特殊的职责——照看他人的金钱。金融机构拥有巨额负债，它们是由政府、企业和家庭的金融资产所构成的，通常自有资本只占总资本中极少的一部分。因此，我们无从逃避自己的社会责任。我们并不是独立于金融之外的社会而存在的。否则，我们只管自己在金融市场上的表现就可以了，根本用不着顾及其他。可事实却是，无论我们在金融方面表现得多么巧计多思，我们毕竟没有发明轮子、计算机或芯片。当然，我们在将货币和信贷同千变万化的经济活动相结合的方面作出至关重要的判断。这是一项独特的但却具有关键作用的责任。成功地履行这项职责要求我们保持客观立场，将公众的利益放在心上。

亨利·考夫曼，“金融机会与责任，”在宾夕法尼亚大学沃顿商学院的讲话，1987 年 2 月 9 日，费城，宾夕法尼亚。

（图 14－1c）

垃圾债券市场——80 年代收购兼并和杠杆收购的主要融资手段——在 10 年内获得了几何级数的增长。80 年代初，垃圾债券总值 300 亿美元（占整个公司债券市场的 13%），到了 80 年代末，垃圾债券一路螺旋上升达到 2110 亿美元，占整个公司债券市场的 27%。

80 年代在华尔街上推动并操控垃圾债券价格的投资银行是德雷克塞·伯恩海姆（Drexel Burnham），它的领导人是迈克尔·米尔肯，有关米尔肯在 80 年代呼风唤雨以及后来垮台的故事已经被许多人讲述得非常详尽了。我从未见过迈克尔·米尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

肯本人，只跟他通过一次电话。但是，对我来说，这却是一次非同小可的通话。

1988年我离开所罗门兄弟公司，组建了自己的货币管理公司（Henry Kaufman & Company，Inc.）。其中部分业务是设立一家封闭式高等级的债券基金。我以前在所罗门的一位伙伴杰克·库格勒（Jack Kugler）当时在德雷克塞管理美国国债业务，他建议我同该公司的一位高级人士弗雷德·约瑟夫（Fred Joseph）举行一次会谈。德雷克塞公司对我的业务非常认同，他们表示有极大的兴趣推销价值5亿美元的封闭式债券基金。就在距签约只有几个星期的时候，我接到了迈克尔·米尔肯打来的电话。他说他已经从弗雷德·约瑟夫那里听说"我们将合作做生意"的事。他表示对此感到十分高兴，希望我们能尽快会面——特别是考虑到我们在垃圾债券融资方面的不同立场。当天晚上我出差前往日本。在整个旅程中，我同米尔肯的短暂交谈始终萦绕在我的脑海里——特别是他对生意合作的强调。就是这一点让我极不舒服。我对垃圾债券持强烈的保留态度，而对米尔肯本人的观感就更不必说了，尽管当时他还没有陷入法律纠纷之中。

从日本回来之后，我给弗雷德·约瑟夫打了电话，请他暂停融资工作。从许多方面来看，我的决定是不合逻辑的。我自己也确信德雷克塞公司会全力以赴成功地发售我的高等级债券基金，特别是考虑到它急于摆脱在高收益债券市场上正在积聚的可疑声誉。我同查尔斯·西蒙（Charles Simon）讨论了融资事宜，他认为我在这个时候放弃是愚蠢的。不管怎么说，我发起的是一项高等级的债券基金而不是一项低等级的（垃圾债券）债券发售。如果此时退出很可能会导致年净收入减少200万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但我还是决定取消合约。此后不到一年，德雷克塞就陷入了财务危机，迈克尔·米尔肯最后处以 10 亿美元罚款并且坐进了监牢。应当承认，米尔肯从监狱里出来之后向癌症研究和其他慈善事业捐赠了大笔款项，这些举措在近年来帮助他重建了自己的声誉。但是，在 80 年代发生的这些官司对改善华尔街的形象毕竟谈不上有任何的好处。

银行业的麻烦

80 年代后期的金融过热不仅重塑了股票市场和公司的董事会，它还动摇了另外两类关键性金融机构的稳定性：储贷协会和商业银行。其中储贷协会——它们一度被视为金融权力和安全可靠的象征——受创尤深。原因很简单，它们在 80 年代卷入了投机性的不动产借贷业务。政府也有不可推卸的责任，因为 1982 年通过的《加恩 - 圣热曼法》（Garn - St. Germain Act）允许储贷协会购买垃圾债券（投资银行正在以越来越快的速度承销这一品种）。有些储贷协会——在承销商强有力的营销攻势下——成为垃圾债券的大宗买主。

这一趋势的领导者之一是洛杉矶哥伦比亚储贷协会（Columbia Savings and Loan Association），当家人是汤姆·斯皮格尔（Tom Spiegel）。斯皮格尔野心勃勃，好大喜功，他深信巨额的垃圾债券投资将给这家机构带来极大的收益。我曾就这一问题同斯皮格尔谈过几次，对他的天真想法深感忧虑。显然，他相信下面这些说法：垃圾债券创造了一种为传统抵押业务所不具备的市场需求；垃圾债券同抵押贷款相比具有服务上的优势（垃圾债券只要剪下息票就行，而发放抵押贷款的机构每个月都要收利息和当期本金返还）；对垃圾债券更容易作出可靠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的信用评判（应当指出的是，华尔街上的投资银行总会抛出各种各样有利于发债人的消息）；至于高等级债券和垃圾债券之间过大的收益率差幅则会随着垃圾债券市场的成熟而收窄。

事后看来，垃圾债券往往充当了那些由于管制而不允许直接购买股票的机构所选择的等而下之的替代品。垃圾债券市场在80年代后期崩溃了——哥伦比亚储贷协会也成了陪葬品。

推动储贷协会在80年代大胆借贷和投资的诱因不仅有垃圾债券的激增，也有净资产标准下降的影响。80年代初，最低净资产标准下调，在某些情况下，联邦住房贷款银行理事会还允许储贷协会超越标准会计规范，高估资产价值。80年代末，情况已经很明显，由联邦存款保险公司承保的储贷协会的有形资产净值占总资产的比例下跌至0.8%，而在1980年时这一数字为5.3%。储贷协会像多米诺骨牌一样纷纷垮台，为了保护数百万存款人，联邦政府不得不施以援手。

商业银行也发放了巨额的商业不动产贷款，它们同样经不起经济衰退的考验。令情况更糟的是，商业银行还参与了为杠杆收购融资的银团贷款，其中有些至今还留在它们的资产组合之中。冲销坏帐令银行资产元气大伤，造成贷款准备金不足。在信贷危机的最高潮，银行的股价从80年代的高峰狠狠地跌了下来。一些国内最著名的银行眼睁睁地看着自己的股价跌落到10~20美元的区间，有时甚至还要低，其中有许多被降低了信用评级。当这一切结束后，已经没有一家美国的大商业银行还能保留AAA的信用评级。回想到70年代中期共有15家美国银行被评为AAA级信用，这样的结果不免令人黯然伤神。国内许多最大的银行在市场上发售的收益率高于同期国债500~600个基本点的债券至今还没有清偿。银行和储贷协会变得越来越像是金融市场中的恐龙。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毫不奇怪，金融市场中这种牵涉面广泛的起伏和破产终于在80年代末导致了商业衰退。严格说起来，衰退期间相对较短。但是，同战后历次衰退结束后经济的迅速反弹相比，这一回的复苏显得步履蹒跚。90年代初期金融市场弥漫的脆弱成了经济快速复苏的强大障碍。

90年代的金融动荡

正如最终我们所看到的，金融恢复和重整花费了好几年的时间。覆巢之下岂有完卵乎？没有哪一种金融机构具备足够强健的资产基础和资本地位来为一场强劲的商业复苏提供融资。据储贷业监督办公室报告，到1990年年底，在总数为2452家的储贷协会的11000亿资产中，594家机构的2370亿美元的资产被归类为资本化不良或缺乏获利能力，不能满足或预期将无法满足资本要求。价值数十亿美元的垃圾债券和高杠杆率的合约不得不予以冲销或置换为股权。

与此同时，在90年代，重建国内急需的股权资本的基础成了一项令人望而生畏的挑战。金融机构尤其痛感发行新股的难处，一方面是它们的股价低迷不振，另一方面是投资者对金融机构普遍所持的忧虑。许多银行业的机构减少甚至取消分红，大多数非金融公司眼看着自己的利润——以及保持收益的能力——冰融雪消。这些，在很大程度上都应当归罪于史无前例的杠杆率。

从1990年到1993年初，美国信贷市场度过了一段恢复期。我注意到，在这段期间中包括了一次温和的经济增长和其后的同样温和的衰退。劳务市场的弹性以及公司提高效益和业绩的压力起了重大的作用。应当承认，经济政策当局并没有试

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图强行启动一次快速有力的反弹，否则很可能会毁掉商业的持续复兴——也同样会毁掉重建市场的机会。

联邦政府最终出面为一些金融机构提供担保，对其他的则提供了流动资金。在某些情况下，监管者让那些大到不能任其破产的金融机构继续开业，曾经施加于小机构的严格的管制规定向这些不成器的巨型机构网开一面。官方的监管机构还力促这些机构以比平时快得多的速度冲销坏帐和失败的投资，同时通过发行新股和债券的方式充实资本金。联储方面——起初不太情愿，后来则非常主动地——实行了扩张性的货币政策。到1993年底，一个强健的金融体制的架构已经完成，从而为经济更强劲的增长提供了必要的基础。

尽管如此，80年代的金融过热却未能给金融社会留下深刻的教益。无论是严重的创伤，还是在此后艰苦的复苏和重建都被忘到了脑后。进入90年代，投机性金融活动很快卷土重来，1994年是墨西哥，1997年是亚洲发展中国家，1998年是俄罗斯，1999年是巴西，还有最近的长期资本管理公司破产事件——各种极端严重的金融混乱历历可数。

具体情况固然千差万别，但上述危机却有一个共同之处：动荡全都源自公开的信贷市场。在墨西哥，捅出娄子的是以美元贬值的巨额可流通短期债券。在亚洲，许多摇摇欲坠的经济体不仅深受银行业务不良之苦，它们在国际市场上发售的巨额债务也令自己深受其害。俄罗斯危机同样不例外。长期资本管理公司的问题是过度依赖杠杆造成失控，以至于危及世界上其他从事公开市场融资业务的主要机构的生存，最终断送了自己。

这些债务人的不幸遭遇——股市崩溃和固定收益债券价格的暴跌——集中暴露了当前金融活动中的几个主要问题。其中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之一是数量风险模型的局限性，许多机构领导人和投资人在向该领域投资时极为依赖这一模型。另一项弱点是实时定价的可疑性。在市场保持合理稳定期间（即使此时，合约的价格也取决于一系列因素，诸如发行在外的证券规模、期限和信贷质量等）这一做法是站得住脚的。但是，一旦市场开始剧烈起伏，某一证券的前一次报价对后面的交易没有任何指导价值。

上述近年来爆发的金融危机中的另一个共同点是公开市场投资人未能尽到充分谨慎的责任。（商业银行在向外国和其他借款人放贷时应受同样的指责。）前一章中提到的1994年墨西哥危机的情形就是一个很好的例子。除了寥寥几位学者事前曾表示关注，整个华尔街的研究机构直到危机爆发才如梦初醒。

充分谨慎责任的丧失可以追溯到金融业务中遇到的新压力。许多金融机构所作出的短期获利机会优于长期的决策无疑是最重要的影响因素之一。类似的因素还有金融市场的结构性变化，它鼓励投资者——他们之中并不都是非常精明的——承担更多风险。例如，随着共同基金的兴起，许多投资者表现出对资产组合中由于流动性问题而引发的风险考虑不足。

近年来困扰市场的多次金融危机反映了投资界人士的代差。长期资本管理公司（LTCM）的垮台就是一个有说服力的例证。与LTCM垮台有关的责任人并不是传统的金融企业家。他们属于新的一代：掌握神秘的数学技能，以数量风险分析见长，性格内向。但是，就像从前的海盗一样，他们渴望冒险，不惜使用极大的杠杆。

我认识长期资本管理公司好几位高级人士，有的是我在所罗门公司的同事，他们就是在那里第一次发挥自己的金融天才的。其中绝大多数都是平易近人、性格内向和喜欢密切合作的人士。我原以为他们会将公司内在化，减少在客户关系方面投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入的精力，从而更合理地利用自身优势开展擅长的业务。显然，我低估了梅利韦瑟（John Meriwether）的领导能力，他成功地吸引了一支具有高度分析能力的干部队伍。他在为 LTCM 做营销时也表现了出人意料的精明。许多投资者几乎无法抗拒 LTCM 集团的兜售宣传，在它的管理班子里有两位诺贝尔经济学奖获得者和联储的一位前副主席。

尽管拥有上述种种先天之利，长期资本管理公司到底还是陷入了恶梦。令人吃惊的是，公司里的分析天才们很明显地没有考虑影响金融市场的最基本因素。比如说，他们没想到，在个别证券上持有的大额头寸不可能总是顺利地出手，特别是当这些证券的信贷质量比较差的时候。此外，他们也错误地理解了收敛性交易。（注：收敛性交易的例子之一是两种具有相同期限的证券，一种信贷质量较高、收益较低、被卖空，另一种信用评级较低、收益较高、被买入持有。这种策略要求做到并行交易——要在证券到期前坚持这一点并不容易，如果信贷质量差距拉大，就会极大地增加融资的成本。）

也许 LTCM 案例暴露出的最令人吃惊的问题还是借贷机构未能尽到充分谨慎的责任，因为 1998 年秋天的金融混乱本来是可以避免的。人们自然会问：金融机构一向夸耀他们了解自己的客户，可是为什么 LTCM——股权资本不过几十亿美元——的总资产能够高达 1000 亿美元，它所持有的未清偿金融衍生品的名义价值高达 14000 亿美元。我在华尔街上工作的经验告诉我，这一漏洞的出现说明，交易和推销部门的人员在权势上压倒了负责评估客户财务能力的人员。试想以下这种不可思议的矛盾：LTCM 同银行和证券公司之间进行了巨额交易。这些交易很可能是非常有利可图的。向这些交易发放的融资贷款通常都是有抵押的，尽管（我猜想）保证金比率很低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种巨额的厚利交易犹如令人上瘾的毒品，金融机构一旦参与就再也不愿放弃，软弱的信贷官员的声音被这一愿望淹没了。

90 年代的金融危机还证明了美国在遏制金融混乱方面所具有的无与伦比的地位和作用，特别是可以通过它对国际货币基金组织政策的有力影响来发挥这一作用。1994 年，美国牵头担保墨西哥债务，以后它又作出努力减缓南韩和巴西的金融混乱。在这些事件中，美国动用了自己的经济和金融势力来克服反对拯救计划的力量。当然，我们应当注意到，在美国的金融干预和金融支持的背后，战略政治的考虑至少同平息金融混乱的愿望具有同样的重要性。

危机对金融行为的影响是非常显著的。他们通常会刺激业内人士的态度和行为从浮躁转向保守，此后会出现一种新的从事经济和金融活动的精神状态，直至下一轮过热来临。

每一次危机都是一个独特的历史事件，它们绝不会完全重复。但是，其中毕竟还有不少值得注意的共同点。例如，大规模的危机往往导致长期的后遗症。经济和金融创伤需要时间来抚平，有时要好几年甚至几十年才会平复。大萧条就是这样。这是理所当然的。如果对错误没有惩罚，也许我们全都会变成罪人。金融危机就像一味苦涩的清脑剂，它提醒人们，金融市场同任何一种人类的社会活动一样，只有遵守严格的行为规范才能正常运行。

金融危机的另一个共同点，是绝大多数场内人士都没能预见到它们。如果他们能预见到，危机很可能不会爆发。因为大多数人会采取反向的行动，其总的结果将会减弱危害的强度。察觉到风暴正在逼近的只有少数人。其余大多数人——在用自己的行动促成了危机之后——却在风暴来临时毫无防备，身受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重创。

对金融危机的预测屡屡失败，表明预测危机的分析技术具有严重的局限性，特别是在时间的确定方面。经济和金融模型本身无法预测重大的金融波动。历史记录同样不能作为可靠的向导，可供参照的历史标尺太少了，而危机和危机之间的差别又非常之大。过往的模式当然可以提供一些线索，可是只有在理解了当前形势的独特性的前提之下才是有用的。对政府经济决策人来说，近来的全球性金融危机给他们上了结结实实的一课：信贷灾难和更广泛的危机随时可能发作。利率上限的解除，金融市场分隔的打破，信贷市场的全球化，金融机构借贷和投资权力的扩张等等，这些都不能解决问题。我猜想，这样的现实一定会让人十分失望，特别是学术界，他们大多支持上述金融改革，希望在更开放、更有弹性的信贷市场中，信贷状况的温和改变不至于引起太大的反应，从而改善货币控制的水平。另一方面，管制当局对信贷灾难的危险仍然估计不足，这主要是因为他们一直相信新的产品、市场或交易技术最多只会产生有限的影响，甚至可能减少信贷危机的威胁。

金融危机的历史表明，官方的监管者以及货币当局还要进一步理解市场上发生的关键性变化以及他们自身行为的长期后果。举例来说，存款保险为存款人提供了一张安全网，但是它同时也免除了存款机构的市场纪律。在金融自由化刚开始的时候，提高存款利率上限似乎只是一个不起眼的步骤，但是，当同浮动利率融资业务结合起来以后，它就从根本上改变了金融中介机构之间的关系。由于资产组合的程序保险所生发的问题直到1987年股灾爆发后才得到认真的研究。金融性蔓延（financial contagion）也是如此，过去10年里它吸引了官方和市场观察家们的注意，但也是在引发了一系列危机之后。显然，预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测工作总是跟不上。

我们绝不可能一劳永逸地摆脱金融过热。我们甚至不应当那样做，因为这会压制满足合法信贷需求所必须的风险承受力。信贷创造太少和太多同样是有害的。但是从许多方面来看，现行的体制——以及它的发展方向——给金融市场和国民经济带来了毫无保障和不必要的风险。未来我们所需要的是提高对市场和机构的监管，从而限制（如果说不是消除的话）曾经造成如此痛苦和混乱的金融过热。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章　经济和金融中的偏向

金融市场中人类行为的癖好和偏向同样对当代的一个主要趋势——波动性加剧——起到了推波助澜的作用。

我们这些在金融市场上工作的人把大多数时间花在理性的世界里。无论是当我们试图评估产业或公司的收益前景还是在预测利率、经济或货币政策前景的时候，我们所依靠的都是理性分析的客观性。可是，与此同时我们却不能不注意到另一种分析，它在重要性方面丝毫不逊色于理性分析，但金融界却很少予以充分考虑。这就是短期和长期的行为变化分析，它会对经济和金融市场产生极大的影响。

在这个问题上，专家们分成了两家主要的流派。其一是**竞争性的、以市场为基础的观点**。在他们看来，资源的分配纯粹是市场力量内在作用的结果，别无其他。应当强调指出的是，这一表面上看来抽象的概念实际上是建立在有关人性的假设之上的：人是有理性的，总是追求市场回报最大化；会做生意的人和公司一天天富足起来，而那些作得不好的则会招致亏损甚至破产，除非他们修正自己的行为，提高效率。这就是无拘无束的理性资本主义——是亚当·斯密在1776年所描述的那个世界，它还以某种改进的形式出现在当代新古典主义的教科书

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里。

这一流别的主要弊端在于，世界上没有一个工业经济体是真正放任自流的。完美的竞争是经济学家凭空设想出来的理论构造，意在帮助我们理解和解释特定的原理。但它绝不可能在现实中出现。全世界各地资本主义国家的政府都认识到，大规模的经济和金融混乱会危及整个社会，因此都在对市场进行干预，只不过程度不同而已。

这又引出了影响投资者行为的第二个主要流派：**政府行动主义**。诸多的技术、法律和规章制度制约着“纯粹”市场条件下的竞争行为。政府行动主义的范围从直接掌握某些经济活动，到赤裸裸的控制；到交易和劳工政策方面的限制；到规定产业持有者的资格及处置权限；到金融企业业务、证券发行与交易的诸多“许可”与“不许可”。国家对市场经济进行的微观层次的干预——一个永远的争议话题——具有深远的影响，有些是好的，有些则未必。

另一方面，政府和中央银行在**宏观经济**层面上对经济和金融行为的影响更加显著。这些政策的主旨在于修正商业和金融中的极端行为；在抑制通货膨胀的同时保持经济适度、稳定和持续的增长。无可否认，战后以来我们在分析、评估和在某种程度上控制现代经济和金融系统的技巧方面已经有了巨大的改善；而且我们在驶向低通胀的稳定增长的目标的方向上也取得了某些成功。尽管如此，在这一过程中却充满了失误和极大的争议。运用宏观经济政策修正经济和金融行为是一个不完善的、复杂的和极为困难的过程。

在我看来，过去60年里经济和金融管理方面的最伟大的成就恰恰是没有发生某些事：比如说像30年代那种规模的商业衰退。当然，应当承认我们未能消除商业循环。自大萧条以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来我们一共经历了9次循环性的经济起伏，其中衰退一般持续6～24个月，而商业扩张则可能长达90个月——例如90年代的经济扩张——甚至更长。这几乎不能算是一个不好的记录——当然专家们还会就这一成就的取得究竟在多大程度上应当归功于谨慎和及时的经济和财政政策或基本健康的市场经济的自我规范而争吵不休。

过去40多年来，我一直在关注着政府当局在宏观层面影响经济和金融行为的努力，也了解其中所包含的困难，甚至这一做法自身内在的不一致。我的结论是，财政政策的成就是最差的——我也承认这一结论同主流看法刚好相反。

影响财政和货币政策的偏向

在战后初期，财政政策方面还是相当积极的。政府内部达成了广泛的共识，认为有必要实施弹性的财政政策以稳定经济，而有影响的经济学家也对自己运用财政杠杆“微调”经济的能力充满自信。

财政行动主义的热爱者忘记了由此而引起的一种极为重要的行为偏向：无论个人还是政府都更倾向于无原则的妥协而不是纪律和约束。这种不对称在政治领域中表现得尤为明显，也蕴含着极大的危险。减税成了家常便饭，而增税或削减政府开支则会直接影响选票数量。几乎从来没有一个强势的政治团体主张增税或削减开支，在减税讨论时甚至连弃权都不敢。

伴随上述问题而来的则是财政政策的过热——在人性所固有的反对约束的行为偏向的鼓励之下——已经对社会产生了扰乱和阻碍的作用，而这一点往往要经过很长时间才会暴露出来。那些握有政治权力的人对此心知肚明，他们的意图正是要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

操纵财政政策，从中谋利。

90年代早期的商业衰退是这方面的一个很好的例证。除日本之外，所有的主要工业化国家都是靠着巨额的预算赤字并且背上数目巨大的政府债务之后才实现了此前的商业扩张。那些卸任的官员给继任者留下了棘手的难题。几乎每一个工业国家都发现，财政政策已经没有余地了。其结果是，激活经济增长的任务落到了货币政策头上。这种局面自然令死不改悔的财政积极主义者愤愤不平。但是，在我们这些看出财政政策中根植的偏向的人来说，更多地倚重货币政策总比一味操纵财政政策来得好。

货币政策权重的大幅上升还有助于解决一些同80年代过度杠杆化有关的问题。在90年代初，无论企业还是家庭都需要减轻债务负担，比以往更为积极的货币政策降低了市场利率，极大地推动了这一愿望的达成。随着利率的下降，越来越多的借款人开始有能力为他们从前欠下的高利率长期负债进行再融资。与此同时，新的短期借贷的成本降下去了。不仅如此，比之财政政策，积极的货币政策还有一个特殊的优点——可逆性高——同前者形成极大的反差。一旦经济活动复苏，中央银行可以渐渐地从放松转向紧缩而不至于引发重大的政治后果。

应当承认，财政政策在调节政治权利方面发挥过重要的——而且是和平的作用，它也并不只是穷人或政府当局手中的工具。但是通过预算程序解决问题的能力却受制于行为偏向——人性中根深蒂固的缺陷。正因为如此，货币紧缩才成了遏制通货膨胀的主要力量；而货币放松在挽救经济滑坡中的作用也超过了财政政策。如果没有整个社会的认同、默许等等，这些都是不可想像的。不管怎么说，中央银行并不是一个不食

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人间烟火的孤岛。

即使货币政策也是由行为偏向所塑造的，并且某些方面受其制约。其中之一即是我们对秩序和可预见性的渴望。它表现为对货币政策中黄金规律的追求。例如，许多中央银行接受了一种思想，将货币供应增长限定在某个特定的区域内以实现稳定的经济增长。在这本书前面的章节中我已经指出，这种做法的问题是，金融市场里结构性的变化令货币目标的规定和维护变得越来越困难。

同秩序渴望相对立的是一种明显的甚至更加强大的企图逃避纪律的人性冲动。只要想想看那些摆脱了货币和监管当局直接控制的金融机构和金融工具的爆炸性增长就可以了解。共同基金已经成了银行的替代品。数额巨大的公司杠杆化金融交易被列入表外业务而无需申报。同外国金融市场的联系也成倍地增长。近几十年来的诸多金融创新迫使货币当局离开古典的或传统的模式。他们认识到从前那些简单的原则已经不再有效，而代之以一种更加强调就具体情况作出判断的做法。

当前货币政策中最富于讽刺性的是——尽管市场和金融机构正在进行剧烈变革——许多经济学家和中央银行仍然相信，无论货币紧缩还是放松都应当尽可能地不引人注目。这只是一厢情愿的说法，因为它既未掌握货币政策的意图也不理解人类行为的现实。应当记住，放松货币的主要目的是提高金融资产的价值，反之亦然。可是真正妨碍货币紧缩政策消融资产价值的是市场对这一政策的修正判断，他们相信此后一定会继之以货币放松——结果反而让一大批个人、企业和金融机构吃尽了紧缩的苦头。但是许多市场参与者和分析家们的行为偏见却让他们看不到这一点。大家都知道，他们总是武断地宣布最近一次货币紧缩将是最后一次——甚至不顾金融市场继续表现出相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对很高的企业和投资者的乐观情绪。

金融预测中的偏向

行为偏向对金融市场的影响表现在许多方面，在涉及复杂的（以及我们对之理解很少的）经济与金融预测时更是如此。首先，许多所谓的预测根本就没有超出金融界的共识。在很大程度上，它反映了人性所固有的逃避风险和害怕孤独的心理。不管怎么说，跟大家待在一起总是令人感到舒心的。这样不至于被共指为惟一的傻瓜，也可以避免木秀于林风必摧之的压力。正如摩根·斯坦利的巴顿·比格斯（Barton Biggs）所指出的："在投资委员会中，跟着大家一起犯错永远要比独持异议来得好，哪怕它是错的，因为一旦你犯了错误，你就再也不能在委员会或公司里混了。"（Biggs 1999）事实上，能够预见到经济与金融行为大变革的人少而又少。如果大批的市场参与者都能够认识到，他们一定会采取相应的行动，从而立刻冲销戏剧性变化的效果。

预测还要受历史权重的影响。许多推测——无论是有关某一公司收益或标准的宏观经济指标——都基于同一个假设，他们认为过去的循环模式会在今天重复出现。这一偏向得到统计平均值的支持，随着近年来计算机技术的发展，统计平均值的取得已经变得越来越容易。这种广为接受的认识——相信未来的发展是以过去为基础的——是可以理解的，但是在应用时却应当抱着高度的谨慎和怀疑态度。不错，就大的模式而论，经济和金融变化表现出重复性。但是，好的预测的关键点恰恰在于它指出了未来与过去的**不同点**。

70 年代早期至 1981 年间的经验可以充分证明过份依赖历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史记录作为预测依据的危险。美国利率在此期间上升到前所未有的高度，让所有的观察家大惊失色，手足无措。为什么会有这么多人毫无戒备。这是因为他们未能意识到信贷市场已经进入了一个新的时代，金融市场上发生了显著的结构性变化。尽管利率的逐步上扬将许多潜在的贷款者挤出了市场。但是由于1966年和1974年信贷危机的教训，出现了一系列的变化——特别是企业转向大宗信贷合约（large contractual lines），银行采用浮息融资，政府提高利率上限——为越来越多的参与者打开了通向信贷市场的大门。一心只盯着以往模式的预测家们未能充分考虑近来的结构性变化，所以对70年代异乎寻常的利率上升自然无从预报。

90年代的商业复苏是另一个例子。为什么这次复苏显得如此有气无力？后来，情况变得很清楚，同一般的预言结果相比，利率还应再低一点，持续时间也应该再长一些。其原因又是出现了一组挑战传统模式的条件——这一回是债务负担过重，金融机构破产和不动产市场过热。只有先行克服上述障碍，经济才能重回可靠的基础。

在预测行当里，有些偏向是极为普遍的。其中最明显的一种就是对负面预测——无论金融市场还是经济——的反感。上至总统经济顾问委员会——它差不多从来没有发现即将到来的衰退——下至各个企业和金融机构——它们总是竭力避免议论短期的困难——都是报喜不报忧。

这一偏向的形成有许多原因。在最一般的意义上，人们倾向于以乐观主义精神面对现实生活中的种种困苦。一位人类学家指出（Tiger 1979），乐观主义是人类得以幸存的关键性生理机制。人类的乐观主义倾向可以从一些定量的研究报告中找到依据：大多数人相信自己比平均水平要好，而且比一般人更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有希望避开不幸的命运。在一次引人注目的对英国驾车者的调查中，95%的人声称自己在驾驶技术方面超过平均水平。在市场方面，希尔顿（Denis Hilton）注意到，“零和市场上的买方和卖方总是相信他们在生意上占了对方的便宜，否则市场根本不能形成。”（Hilton，P. 5.）

社会现实也倾向于封杀悲观的预言。此外，负面的预测在政治上不利。它们会缩短政治领袖的任期，破坏企业经理的野心，将金融部门经理的业绩表现弄得一塌糊涂。

在职业生涯中，我多次遭遇因为作出负面预言所带来的不利后果，在70年代，我反复警告高通货膨胀率以及与之伴随的利率急剧上升的危害。此外，在70年代和80年代里，我还是为数极少的不受欢迎的预言家之一，我们认为债务的爆炸性增长和金融机构管制不力将带来灾难性的后果。这些警告为我赢来了“末日博士”的绰号。尽管如此，我从未动摇自己的信念，在金融预测中，准确永远是第一位的，而错误的希望只会自误误人。

可是、对于迫近的危机，就算有人能够提供绝对正确的——可能是不幸的——警告，又有谁能够起而行动呢？在诸多的大型组织里——我国经济中最核心的创造财富的机构——很少有人能够对坏消息善加利用。高级经理们很少拥有扭转扩张性政策的权力。大型公司受到内部机构和外部股东的压力，竭力追求持续增长。他们的人力，他们的设备和运作程序——都是瞄着市场份额和扩张而配置的。

只有收缩和危机才能迫使公司重组，这极少是有远见的行动。通常在公司的生存受到威胁之后，它才会极不情愿地谋求变革。追逐增长的行为偏向遮住了许多经理的眼睛，使他们忽视了在商业循环的下行阶段应当付出同扩张阶段一样多的努

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力。极富讽刺意味的是，当公司真的开始缩减规模的时候，由此而导致的帐面冲销——无疑是以前的管理失策所造成的——却常常受到市场的欢迎。缺乏理性诚实的态度甚至还延伸到对亏损的会计处理方面，因为税法允许将冲销作为一次性费用在利润中冲减，从而在帐目上将其从经营利润中分离出来。更真实的做法应该是迫使公司回过头去重新申报过去那些被修饰得过于光彩的经营利润，从而将错误经营所招致的亏损分摊到公司的整个经营期间里去。

令人好笑的是，乐观主义也有不到位的时候。例如投资圈里普遍认为股票的价格会永无休止地涨下去。持股的收益将可靠地保持在 9%～12% 区域，在美国，这几乎成了一种信仰，一种数学确定性。这纯粹是毫无根据的臆测。不错，持有一篮子美国股票的平均年收益率在过去 50 年里一直保持在这一区域内，将个人资产的一部分投资在股票上的确是精明之举。根据一份报告的数据，"心理与市场研究所在最近的一次调查中发现，普通的共同基金投资者希望在未来 10 年里投资的年收益达到 18.1%"（见 Faber，p.1.）。但是，无论是经济学的逻辑还是常识都告诉我们，没有任何人能够预测未来 10 年的变化，更不必说 50 年了。

在这个问题上，我们应该记住过去 5 年来华尔街的异常表现。截止到 1999 年 8 月的 5 年间，道－琼斯工业平均指数的累计增长达到 196%，而且这还是在此前 5 年（1989 年 8 月至 1994 年 8 月）累积增幅 73% 的基础上所取得的。这样高的 5 年收益率在历史上仅次于 1924～1928 年的大牛市，当时的道－琼斯指数在 5 年内上升了令人瞠目的 214%。但是当年的大增长可是在此前 5 年增幅仅 13% 的基础上获得的。大家也都知道，20 年代后期的股市热潮以灾难而告终，此后的 5 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里道－琼斯跌去了67%。道－琼斯指数近年来的表现的确引人注目。但是，这既不能保证，也同样不能预示商业循环的终结。

影响投资者行为的偏向

在金融市场上，人类行为方面的癖好和偏向还加剧了我们时代另一个标志性的趋势：不稳定性的增强。今天的金融市场比15或20年前更加机构化和证券化的现实对市场参与者的行为产生了重要的影响。

首先，这意味着厌恶风险的投资经理人数不断增加，他们越来越重视保护本机构的生存，将自己隔绝于不可预见的变化的影响。在那些规模巨大的机构投资者中间，这一策略常常表现为逼近市场平均值。这样做有两个理由。第一，围绕标准市场指数的平均回报率减少了客户的亏损风险。第二，从更长的时段来看，巨额投资资金的回报应当同它们所依托的一般经济系统保持一致。

不过，就这一避险要求而言，却存在着一个令人啼笑皆非的陷阱。大型投资组合经理越是试图模拟整个市场和经济的走势，市场对突然的转向和人数日渐减少的行动型经理的投资意图也就越加敏感。说得更简单些，随着市场追随者的人数增加，人数大大减少的敢于冒险的投资者的影响也在扩大。其结果是更大的波动性——恰好让大多数机构投资人的如意算盘落了空。

过去20年来投资主体的机构化还在几个主要的方面限制了投资经理的行动。例如，他们承受了越来越大的压力，要求他们满足简明的绩效检测指标——而这些标准所适用的时间周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期则越来越短。过分注重短期结果常常导致投资者错过有吸引力的长期获利机会。还应当指出的是，短期投资从本性上讲比长期投资的波动性大得多。

与此同时，近几十年来市场的结构性变化——证券化——同厌恶风险的行为偏向相互作用导致了更大的波动性。证券化促使投资者产生这样的想法：任何时候都可以为社会金融资产的很大部分确定市场价格。在证券化之前，由于住房抵押贷款、银行贷款和私人财产无法市场化，因此它们被认为不具备持续可得的市场价格。但是证券化并不意味着资产总会有市场价格，而这种错觉导致了一个富于讽刺性的结果，回避风险的愿望反而产生了更大的波动性。这是因为越来越多的在市场平均值上下周旋的机构投资者转向了证券化资产，他们不得不满足更为明确的业绩标准。不幸的是，当市道变坏时，许多证券化资产暴露出流动性极差的问题。在这种情况下，根本不可能做到随时报出市场价格，从而厌恶风险的投资者无法按照简单的标准行事。

注重短期表现的风气日盛一日，人们对金融衍生品和其他稀奇古怪的投资工具的兴趣也日渐增长。越来越多的终端用户——公司财务部、保险公司、中小型存款机构、共同基金经理，还有许多政府机构如州和地方当局——都想在期货、期权、互换、结构化票据（structured notes）以及其他杠杆化工具的组合业务中获得额外的收益。

但是，随着这些工具的层出不穷，交易也越来越热络，主要的金融市场的波动性也会越来越大。这一结果反过来鼓励了对更多的“风险管理”产品的需求，从而陷入自我强化的怪圈。不幸的是，许多投资者和终端用户并没有意识到这些金融工具中所包含的真正风险。而要真正理解这一点可能意味着付

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出高昂的代价。有时，只有体制性的危机——众多的参与者卷入其中——才能暴露这些产品的问题，从流动性缺乏，到剧变市场条件下神秘的价格运动，以及即使在最好的条件下仍然难以做到盯市的缺陷。对于金融衍生品和金融外来产品来说，新未必就是好。

错误的假设和谬论

行为偏向并不是理性的金融行为的惟一障碍。许多投资者和客户沉迷于种种有关货币与市场的谬论，从而误导了自己的行为。其中最常见的一种就是所谓“市场”有人性的奇谈怪论。我们每天都可以在报刊上看到“市场认为这样这样”，或“市场的结论是如此如此，”或——最不可思议的——“市场最清楚”。后者的意思可能是说，如果股票价格反弹，那么（因为“市场最清楚”）反弹就是基于对经济和企业收益增长前景的仔细分析。但是真实的情况很少如此。正如通常所说的那样，市场走高就是因为市场走高，许多人只不过跟着别人走，也不管他们有几分真几分假。硬梆梆的“市场”是一个抽象的概念，这才是事实。它是成千上万个几乎毫不相关的决策的总和，其中许多根本不是或几乎不是分析的产物。将市场人格化——视其为人类行为——是绝大的错误类比。

非理性金融行为的另一个观念基础，是错误的风险可知论，人们认为可以以历史数据为依据准确地计算出风险的规模，并且风险是可以分散化的。这一看法虽然只是近年才流行起来，但却已经深深地植根于许多金融机构的业务架构之中了。正如前面所说的，随着新的经济计量技术的日新月异，以及功能强大的廉价电脑时代的到来，人们越来越依赖数量化的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险管理方法。但是，所有这一切同时也强化了人们的幻觉，以为风险是可以分割的，可以以相对很高的准确度进行预测的，有点儿像物理学家或化学家能够预测亚原子粒子和分子的运行那样。不幸的是，就金融风险而言，所有的准确性只存在于公式和计算之中，惟独当前的风险和未来的事件不在其中。

还有一种妨碍理性金融行为的谬误则认为市场是有效率的、具有高度流动性和对称的。这意味着什么呢？首先，它认为投资者可以根据以前的市场成交价为目前持有的证券确定市场价格。它还暗示着卖出同买入一样容易。这些说法在平时不无道理，至少对大型的股票、债券和外汇市场来说是正确的。但是，在危急时期——例如在90年代后期——这一原理就失灵了。

例如，近年来的印度尼西亚金融危机就向广为传播的有关市场流动性和平衡的论断提出了挑战。正如1997年的亚洲金融危机所表明的，一位持有印度尼西亚债券的投资人根本不可能按照前一次的交易价格评估其资产。而从经纪人那里得来的报价也没有多少价值，它们只是一些指导性的意见，不大可能按照这些价格做成实际的交易。事实上，在亚洲金融危机最低潮的时候，任何一个试图将印尼债券头寸出手的投资组合经理都发现了这一严酷的现实，市场流动性实际上已经干涸了。如果想买，债券多的是，可是要卖却没门儿。

在危机爆发期间，一些规模巨大的共同基金发现，由于市场波幅巨大，他们计算资产净值的方法不灵了。因为有一大块资产无法标出市场价格，他们不得已退而求其次，估算出脱离市场实际的所谓的公平市场价格——这当然引起了混乱。在一个波幅巨大的市场条件下，“公平市场价格”的说法不大可能为这些共同基金带来好处。有一样是肯定的：它暴露出市场永

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远具有流动性的信念不过是一种幻觉。

华尔街证券分析师与其所评估的企业和政府之往往存在着看不见的联系和利益冲突，这也是妨碍理性金融决策的原因之一。我在前面的章节中提到过，雇佣分析师的企业往往试图通过这些向整个金融界发布的报告同几家目标对象建立有利可图的商业关系。这种利益冲突当然不是什么新东西，而且看来也不大有希望解决，人性和金融业的严峻竞争都是明摆着的。这一现象的存在击破了许多著名学者所主张的市场价格包含了全部可得信息的谬论。相反，我们所能肯定的只是市场价格中包含了企业、政府和分析家愿意提供的信息，即使如此，许多关键数据常常还是无法按时取得。信息的不完备以这样和那样的方式限制了人类的理性。

与此有关的另一个常见错误是相信公司或政府的信贷质量可以简便及时地取得，要么来自借贷机构，要么来自对投资决策影响极大的信用评级机构。随着金融市场波动性和证券化趋势的增强，准确的信用评估比以往更为重要。这是因为，在新的金融市场中，即使是预期的极小的变动也会引发资产价格的大幅震荡。比如说，现有债券价格的突然下降会导致新信贷成本的极大上升。在从前的时候，信贷主要出现在金融机构资产负债表上，没有持续性的市场价格。因此在可能的突发性事件和借款人的信贷头寸之间存在着缓冲。

现在，情况倒过来了，信贷地位成了决定公司或国家的未来的敏感因素。所有的事情都在加速。一方面是市场参与者对所谓“透明度”的要求（对机构的财务状况取得及时和可靠的信息），另一方面则是可以理解的借款人不愿公布坏消息的心情——几乎可以肯定会对他们的信贷质量构成影响，从而增加后续借贷的成本——由此造成了更大的紧张。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亚洲金融危机——近20年来最大的一次——提醒世界，金融行为中应当有更强大的保守性力量。这种态度已经随着人们对大萧条的记忆越来越少而淡化，而那些只经历过所谓“金融幸福”时光的人则对此十分陌生。在当今的世界里，那些向公众指出某些资产定值过高、投资人面临着极大的风险的人士——包括我自己——经常被讥为“老土”或“过时”。按照“现代派”的说法，我们根本不懂新的范式。所谓新范式就是通货膨胀率从不上升，增长永不停步而资产价格则无休无止地爬升。

在美国，许多金融“太平论”的鼓吹者们撰写了大量赞美新范式的论文。他们解释了美国股票的价格为什么不算高：因为数百万新投资人渴望进入市场获取注定会实现的长期回报。他们还论证了美国股票为什么不算高估：因为投资人非常愿意支付高于公司帐面价值的特别溢价，以此预支未来公司无限的全球发展机会，这就叫“无形资产”。他们说即使股利创下历史新低也没有关系，因为投资者更看重资本收益，这在税收方面更合算。而且他们还以为公司比以前任何时候都更愿意用现金收入买回市场上的流通股份，从而提高资本收益。

这些漏洞百出的论证用于国内市场固然无法自圆其说，而如果放到国际市场上去解释股权和债务资本流向新兴市场的现象就更加难以服人。让大家注意到这些国家的长期潜力是一回事。但是，将巨额资金流向新兴债市和股市作为这些国家可以在某种程度上对经济和金融问题免疫的证明则完全是另一回事。这一错误的假设忽视了下面的事实，一旦贷款到手太容易，通常就会出现滥用的情况。我们在发展中国家里已经看到这样的局面反复上演过，那么又有什么理由不相信同样的事情会在新兴市场上发生呢？问题是全世界的政客都讨厌做煞风景

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的事，不愿出面制止这种过热的现象。他们不想背上压制增长或制造金融祸端的罪名。在近来的亚洲危机中，他们之所以无所作为，也是同样的道理。金融危机的迅速传播——从东南亚开始，很快影响到全球金融市场的稳定——为世界各地的投资者敲响了警钟。**新范式**并不能理所当然地带着我们走向天堂，不论是在发展中国家还是在新兴市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章　被忽视的教训

今天的金融界仿佛害上了恶性传染病。绝大多数华尔街人一味追求“创新”和利润，他们要么没有意识到、要么就是忘记了这样做的危害。

二战以来的金融史充满了各种意外事件，这是一个高度创新的历史时期。伴随着史无前例的增长和创新，也出现了许多不幸的金融灾难、丑闻和信贷危机。那么，金融史上的这一页不平凡的篇章给我们留下了哪些教训呢？

那些深陷于日常事务压力的人往往抽不出时间回顾和反思有益的历史教训。下面列出的 16 条是我个人的总结。它们所涉及的范围从最宏观的变革——证券化，全球化，管制体系的大转变等等——到狭窄得多的市场现象，例如盯市、模型化和资产价值反弹的影响等。

致政府当局

> 教训之一：美国未能在金融保守和金融创业之间保持一个适度的平衡。

理解上述问题有一个很好的出发点，那就是两大金融集团

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之间持续的和根本性的紧张关系。无论在市场的持续性还是变革方面，它们都站在势不两立的位置上。

金融保守派中意的是维持现状，对金融变革抱有天然的怀疑。他们对传统的价值观深为倚重，如谨慎、稳定、安全和可靠等。

站在对立面的是金融创业者——敢于承受风险，永远在市场上寻找可以获利的漏洞和机会。他们的信条是市场效率、利润和选择的机会。这些创业家们倒不是安心要破坏现存的机构，只不过这样的“创造性破坏”（借用约瑟夫·熊彼特的说法）是资本主义体制所固有的。他们认为现有的法律和管制都不是天经地义的，而是应该予以检验和挑战的对象，特别是当他们宣称自己的创造性破坏行为有利于公共利益而将管制和监察晾在一边的时候。

极端的金融保守主义可能会抑制经济增长、复苏以及社会的活力。很难想像羽翼丰满的企业会在一个弥漫着保守气息的环境中生根壮大，保守主义只会保护和支持现存的机构，而损害新兴的更有效率和成就的企业。如果一个社会为金融保守主义所支配而打击风险承受者的激情，那么它终将付出高昂的代价，其经济民主的核心将遭受重创。

另一方面，金融创业可能是非常狂热和有害的。不受约束的创业主义常常导致严重的滥用信任，其表现则是无节制的借贷、利用公共保险网络、或违反金融体制的基本法则和道德戒律。这些行为削弱了国家的金融体制，挫伤了公众对金融界的信任。

由于各种各样的原因，美国对金融创业精神一直表现出极大的宽容，甚至是鼓励。随着时间的推移，这种不平衡变得积重难返，它对我们的金融体制产生了两方面的危害。首先，主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导性的金融创业精神既是软弱的监管体制的始作俑者也是它的直接产物。由于人手不足，资金匮乏和各自为政，监管体系总是迟迟不能识别金融创业活动中所出现的弊端。这是一个亟待改革的体系。

不仅如此，难以拘束的金融创业还导致了社会成本。从金融体系被撕开的缺口中流出了巨额的损失，美国纳税人不得不向破产的金融机构注入资金。(80 年代耗费了几十亿美元的储贷协会破产案只不过是其中最为臭名昭著的一例。) 软弱的监管还是滋生一系列大规模的和代价高昂的金融丑闻的温床，这中间既有国内的也有国外的。由于对最富于危险性的金融创业活动缺乏足够的警惕，导致了岌岌可危的杠杆率，无论是商业企业、家庭还是政府本身都无法置身事外。

冰冻三尺，非一日之寒，美国监管当局不能或无法平衡金融创业和金融保守主义的状况由来已久。它的历史要远比 80 年代初期里根政府强硬的非管制化主义来得更久远——尽管那一时期的意识形态狂热的确将天平向自由放任的方向压得更倾斜了。应该说，美国软弱的监管体制只不过是植根于美国历史之中的国家和企业间更大的权力不平衡的产物。在 19 世纪中期，美国——与欧洲工业化国家不同——既没有庞大的国家官僚机器，也没有强大的公务员传统。实际上，就联邦层面而言，美国国家权力的增强在很大程度是对 19 世纪后期大型企业崛起作出的反应。第一个联邦管制委员会——州际商业委员会——创建于 1887 年，旨在规范国内第一个由大企业控制的行业，铁路业。即使在那时，州际商业委员会（ICC）的权力也受到了极大的限制（刚开始的时候，它甚至没有强制执行的权力），在此后的 10 年中还需要新的立法予以加强。

在金融领域中，直到 30 年代新政的银行业和证券改革之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前，美国根本谈不到有任何的管制机构。正如我在第 13 章谈到的，这些措施——在二次大战和战后初期一系列新立法的支持下——开创了一个高度合理的和可预测的、监督严密的金融部门，至少按美国的标准看来是如此。

但是，到了 60 年代早期，风向又开始改为有利于金融放宽的方向。这期间有两项关键性的创新：令大银行有机会以批发的方式获取资金的可转让存单和基本上不受任何管制的欧洲美元市场的兴起，两者相结合意味着大型银行实际上可以不受限制地膨胀资产。一个新的概念——负债管理——出现了，它用于描述新的更有进取性的、追求创业性增长、几乎不受政府管制的企业文化。

问题在于，一旦金融机构热衷于增长，他们就会不由自主地忽视充分评估资产风险的能力。相反，他们全神贯注于寻找收益能够超越存款成本的资产。在 60 年代，由于浮动利率融资业务的开展，这种利率套期业务中所固有的风险进一步减小了。利率开始浮动，发布新贷款的金融机构只剩下与资产有关的信贷风险，经理们不必再担心被预料不到的利率变化所伤害。

但是，满心创业冲动的银行家同那些属于沉默的大多数的循规蹈矩的银行家们不同，后者在大多数情况下只会将存入他们银行里的钱贷出去，但是前者却要冲破传统的界限。他们开始鼓吹，说什么就连资产风险也是可以最小化的：例如银团贷款，或者——像教科书里用数学证明的——将资产分散于一系列新的金融业务中。在这样的金融新世界里，银行创业家们认为银行股本并不重要。他们说，真正重要的是保持获取批发资金渠道的能力，反过来说，只有持续的增长和——重要性绝不亚于前者的——来自官方的安全网的屏障才能确保这种能力。

另一方面，金融当局——特别是联储和美国财政部——对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可转让存单、浮动利率和新型银行业务的最初反应是多少有些不安。很明显，所有这一切都会起到放大信贷扩张的作用，在某些时候会同联储的货币政策发生冲突。不过，联储和财政部的官员最终还是决定向银行创业活动开绿灯，并且还通过提高和最终废弃 Q 条例对批发存款利率的上限限制等措施予以鼓励。此外，他们还放松了其他限制。为了让美国银行在欧洲美元市场同外国银行竞争起来更加得心应手，管制当局开始允许他们建立实际上不受管制的控股分行。与此同时，对资本/贷款比例的要求也大为放宽。

新的政策取向在 70 年代两次石油危机期间找到了机会，当时快速成长的银行业为美国政府推行其外国经济政策提供了方便。越来越多的全球性经济活动得到贷款的支持，它弥补了因石油价格上涨大吃苦头的工业化国家和发展中国家对官方金融支持的需求。无论是美国的财政官员还是货币官员对于新一浪贷款将如何归还都没有表示过关切的意思。另一方面，创业型银行家们则理所当然地认为借款国家将善用其贷款，因为据说国家是永不破产的。人们将为这一盲点——银行家和监管当局都一样——付出高昂的代价。所有的主要借款国都发生了违约拖欠，其成本远远高于资产分散化的好处。

事后的清算表明，肆无忌惮的——至少是宽松的——金融创业精神所索取的经济成本常常远远超出他们带来的经济利益。只有改善创业性创新和传统价值——谨慎、稳定、安全、可靠——之间的平衡才能提高经济中收益对成本的比例。

教训之二：表外业务可能和表内业务同样重要。

这只是逻辑上的讲法。如果杠杆发生在（资产负债）表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外，标准的会计数据将不足以充分地揭示风险。例如，在1997年末出问题之前，人们一直以为韩国拥有超过300亿美元的官方外汇储备。但是，由于在数月前金融问题尚未暴露的时候政府秘密动用外汇储备捍卫韩币币值，在期货市场上暴露的未清偿头寸迅速地耗净了这些储备。再举一例，1998年夏末，长期资本公司（LTCM）东窗事发，它在各种各样的金融衍生品市场上持有价值高达1.4亿美元的合约，令出现在传统资产负债表上的数字相形见绌。

教训痛苦而清楚：除非对所有相关金融数据——包括表外信息——的收集和传播手段加以全面的现代化，否则投资者在很大程度上将根本无法了解其投资对象真实的信贷价值。

教训之三：政府当局将行为偏向纳入考虑。

我在前面几章里所涉及的行为偏向及其他妨碍理性金融行为的论述集中在市场参与者及其专家顾问的谬论和盲点。但是，塑造了金融市场的非理性态度——特别是在源于亚洲的金融危机中所暴露出来的——对政府当局也有重要的教益。

首先，政府不应当将理性的金融行为视作市场的常态。事实恰恰相反。在市场繁荣期间——资产价值上扬，市场分析家和政府官员对前景一派乐观——谨慎的言辞，说得好听点是被忽视了，说得难听则是备受嘲笑。在这种情况下，资产的价值会轻易地攀升到毫无保障的水平；风险则被轻描淡写；而信贷质量的利差却不足以充分补偿他们所承担的风险。在繁荣时期，贷款人放松了戒备心，企业在这种环境下很容易过度扩张。但是，一旦到泡沫破裂，投资者逃离市场的时候，政策的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般性改变——通常会有效地遏止过度反弹——此刻在恢复市场信心方面却几乎没有任何作用。因此，理性的金融行为不仅在市场上扬时很难做到，在市场下挫时也是一样。

最近在巴西发生的危险情形就是这样的一例。如果当初巴西政府在危机爆发前——资金流入巴西市场的时候——实行严厉的财政纪律，而不是等到危机爆发之后再来采取行动，那么市场的反应将会积极得多。这才是一个意志坚定、目光远大的政府的作为，否则就会陷于被动。可惜的是财政约束为时已晚，危机越来越严重。

国际货币基金组织（IMF）也应当吸取重要的教训。如果像现在这样管理和运作，IMF 根本无法满足其理事——各主要工业国的政府代表——所提出的严格要求。这一点从 IMF 在泰国的表现上就可以看得出来。IMF（以及其他诸多研究新兴国家经济与金融状况的机构）早就发现了威胁着泰国稳定与繁荣的不平衡因素。它将后来导致 90 年代末泰国金融危机的危险信号置于观察之下也已经有两年时间了。但是 IMF 无法说服泰国政府采取正确的政策，因为它不可能摆脱现代金融的现实：证券化的私人资本越过国界自由流动。

不仅如此，国内国际在金融机构监管方面的缺陷也捆住了 IMF 的手脚。例如，许多新兴市场国家缺乏独立的中央银行和银行监管机构，它们既没有授权也没有权力来控制风险过高的金融机构。相反，它们在调查和报告这些机构向内部人、关联企业或政治关系企业的贷款活动时还要遭受劝阻和妨碍。墨西哥金融危机爆发后，七国集团（G7）的政府首脑曾指令 IMF 改善对成员国的数据采集质量。自那以后已经过去了 7 年，这一要求仍未得到满足，市场参与者对 IMF 成员国国内银行业的健康和金融状况始终缺乏完整的把握。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

令中央银行感到为难的是，如果中止外国资本的流入，国内主要金融机构一旦出事就将无计可施。中央银行可以紧缩货币以稳定经济、防止外汇逃逸，但是由此而来的经济衰退将导致流动性不足，危及早已摇摇欲坠的银行系统。可是，如果中央银行裹足不前，任由货币迅速贬值（也就是在那场危机中几乎每个东南亚国家的政府都不得不接受的选择），那些借入巨额外汇的当地公司——它们错误地以为汇率不会改变——将遭受巨大的亏损。这些企业的破产又会进一步削弱国内的银行系统。除非 IMF 及其成员国认识到在全球化、证券化的金融市场上、大规模的资本流动所带来的不稳定性，否则危机仍将越来越轻易地爆发和传播。

美国的中央银行——联储——也应该从导致资产价格膨胀的行为偏向中吸取教训。货币政策的基本目标从来都是在经济持续增长和物价稳定之间保持平衡。但是大多数人都把物价稳定混同于稳定商品和服务的价格。他们忽视了极为重要的控制对象：一方面是以住房和商业物产为代表的不动产的价格，另一方面则是金融资产的价格。联储在制定货币政策时应当在多大程度上考虑资产价格膨胀的影响呢？这个问题有其政治上的困难，因为资产价格的上涨受到普遍的欢迎，而商品与服务涨价通常会明显地损害普通的大众和家庭。

金融资产价格的过度膨胀引发了一系列的变化因素，长此以往将会破坏稳定经济的基础。举例来说，它抑制了储蓄的动机。在截至 1998 年 12 月 31 日之前的五年时间里，美国人的金融资产净值增加了 9.8 万亿，而新增储蓄则只有 6640 亿。金融资产价格的过度膨胀滋生了企业的过度投资行为，导致了经济和金融的不适当的集中，还会鼓励缺乏经验的投资人将过多的资金投向高风险的市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从历史来看，联储操纵金融资产价格的努力是不对称的。当资产价格突然下跌时——就像1987年10月的情景——联储放松了货币政策，在严峻的时刻向金融市场提供了巨额的流动资金，这种做法很可能制止了由于金融资产缩水所导致的国内消费下滑的危险。但是，当资产价格强劲上扬的时候，金融财富猛烈膨胀，而这时联储一般却不动用紧缩货币政策的手段。

这种不对称使市场产生了错觉，以为错误的投资决策将得到中央银行的援手。而且这种政策在政治上也获得越来越大的支持。家庭投资者对股票市场如此热心，把它看作财富的来源，在几百万投资者的心目中，货币紧缩政策就是对他们手中金融财产的直接威胁。这同美国家庭长期以来将银行存款作为储蓄首选形式的做法形成了强烈的反差。在从前，许多厌恶风险的人，特别是老年人，希望国家提高利率。但是近年来我们可以觉察到一股对谨慎的财政和货币政策越来越强烈的反感——不论是在政治方面，还是在形形色色储蓄者和投资者中间。

这就引发了一个根本性的问题，它存在于我们经济民主制度的核心。如果我们真的希望有一个基于自由市场的经济与金融体制，那么在资产价格问题上，中央银行和政府监管当局就应当采取对称的（一以贯之的）政策。按照这一逻辑，联储可以采取放松的货币政策制止资产价格的猛烈下跌——但前提是它在资产价格猛烈上扬的时候同样应当紧缩货币予以遏制。当然，社会和经济体制的复杂性以及它们同国际事务的密切联系有时会要求当局采取非对称的政策手段。但是中央银行和其他金融当局应当认识到这种做法的道德风险。

货币当局有能力也有义务承担起更多的责任，抑制金融行为的极端性，鼓励理性的金融行为。而首先要做的就是正视常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常以各种借口被忽视的影响金融行为的偏向，由此出发制定市场参与者的行为规范。否则，我们还会遇到更多的打击，它们将迫使我们承认，高回报、低风险的投资是不存在的——而偏离理性的金融行为必将以失望和痛苦告终。

对金融机构的教训

> 教训之四：金融业人士担负着特殊的责任——他人的金钱。

在近几十年来起伏震荡、变化如闪电般迅捷的金融市场中，这一基本的财务责任常常被人们遗忘。随着金融资产流动性的极大提高；随着公司日益接受债务融资的方式，以为它们像流动资产一样可靠；随着人们越来越沉迷于交易大厅里令人兴奋不已的机会——对很多人来说这已经变成了一种游戏，它本身反倒成了目的——财务信托的职守被淹没在一派忙碌的景象中。

近年来发生的一些令人遗憾的事件证明，金融业人士不可能、也不应该试图逃避公众的监督。归根结底，大型金融机构所持有的巨额债务是由来自数百万家庭、企业和政府机构的财富积累起来的。在金融机构庞大的资产中，只有很少一部分是他们自己的风险资本。正因为如此，金融业几乎不可能做到同外部世界相隔离、孤立和隔绝。（如果真的能做到的话，金融业可能很快就会变成世界上最受欢迎的职业！）我们的工作就是决定如何将货币和信贷投入范围广大的经济活动中去。称职地完成这一独特的和关键的工作需要客观的态度和对公众信任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的高度献身精神。

如果说这一责任没有得到忠实的履行，那么漏洞出在哪里呢？有些人一方面说这是因为监管不到位，但另一方面又认为公共信托并不能一时地、甚至不能主要地依赖政府的工作。还有的人则把罪责全部推到所谓“华尔街的雅皮士们”的身上。的确，有些华尔街暴发户趾高气扬、不可一世，他们掌握着无所不能的新信息和交易技术，在80年代和90年代的牛市市场中风光一时。不过，我倒不认为他们的失态全部是自己的错。他们之中的许多人在大学和商学院学习的课程中既不包括商业伦理，也不包括谨慎的金融行为所固有的价值观和责任感以及金融史给我们留下的教益。今天这样高度竞争性的市场显然也不大可能提供这种教育。

令人吃惊的是，金融市场上行为失误的责任在很大程度应当由我们这一代人来负，他们在高级管理层占据了有权有势的职位。这一代人——目睹了战后岁月中戏剧性的转变——应当了解金融史的教训，也了解它们同当今市场的相似性，他们应当意识到自己的责任，将这些知识传递给今天年轻的交易师和财务经理们。

在现代美国金融界，高级管理人员比其他任何人都更有义务牢记金融行为的核心真理：破坏规矩不仅仅是对伦理和法律的违背，同样也有悖经商之道。不良金融交易可能会让一家金融机构付出数百万美元的代价——而且要立刻兑现！这种做法肯定会损害同许多客户的关系，更进一步危及未来的销售及利润。

信任是生活中绝大多数关系的柱石。金融机构和金融市场也不例外。否则，每天发生的那么多宗巨额金融交易绝不可能完成得如此快速、有效并且价格低廉。与此相反，缺乏信任将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极大地抬高交易成本。一旦金融强盗和不负责任的经理们越了线，倒霉的是全体市场参与者。也正因为如此，大部分讲道德和负责任的市场参与者绝不能容忍少数害群之马胡作非为。主要的金融机构和监管机构对此更是责无旁贷。

教训之五：证券化并不能消除商业银行所引发的风险。

日本、欧洲和美国银行在亚洲增加了短期贷款的发放，这极大地放大了债券投资者的风险，后者之中绝大多数是在银行融资渠道极度萎缩、企业债券增长的时期投资于债券的。他们认为银行家吃不开了，一去不复返了。这种假设后来被证明是错误的。尽管在80年代经受了种种挫折，银行家们仍然相信短期贷款可以随心所欲地证券化，因为信用等级很高。没有人预见到一旦出险如何融资的问题，那时短期贷款的信用等级将会剧烈下跌。

投资者应当记取的教训

教训之六：在失控的市场上，即使杠杆化程度不高的市场参与者也一样融不到资金。

这一点在过去若干年间的新兴债券市场上表现得尤为尖锐。在正常的市场条件下，经纪商总是竭力为客户提供融资，希望以此鼓励客户扩大交易的规模。但是他们也从中吸取了惨痛的教训。投资者不能指望经纪人在市场陷入混乱之后还会同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们维持从前那种正常的商业关系。他们放弃了造市商的职责，买卖差价急剧扩大。他们大大减少了融资服务，甚至连老客户也不能例外。这种情况的出现在很大程度上是由于资产价格的大幅度变动所引起的流动性紧缩造成的。它还妨碍了对价格急剧下跌的资产的稳定的购买行为。例如，那些在新兴市场债券价格急剧下跌的时候本来可以反向操作大举购入的人却心有余而力不足——这当然也是价格剧跌不止的原因之一。

教训之七：好日子会使人以为流动性是无穷无尽的。

战后金融史的这一教训，更完整的说法应当是：股价沸腾的市场、与国债相差不远的收益率和狭窄的买卖价差（无论是股票市场还是固定收益证券市场）并不能保证在市场出乱子的时候你还能搞到取之不尽的流动资金。

流动性是无法用数字来准确衡量的，它更多的是一种市场感觉。当流动性相对充裕的时候，无论是股票还是债券的买方或卖方都可以在市场上完成相对大宗的交易，而不至于引起市场价格朝不利于他们的方向大幅变化。

得益于内部的友好氛围，反弹时市场的流动性要比回调的时候充裕得多。买家在反弹时非常活跃，他们预期后市会更好。通常会出现一种自我强化的机制，因为有利的趋势强化了买家对市场进一步向好的憧憬。

卖家在反弹时一样很高兴。他们也许是在较低的价格买入的，这时就可以获利套现了。就算市场还没有恢复到当初的买入价，他们至少可以松一口气，因为亏损已经大大缩小了。他们可能只抛售一部分头寸。这样，他们一方面通过缩小规模保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证了谨慎，另一方面仍然有机会在市场上扬的可能中分一杯羹。

最重要的是，在反弹期间居间交易的经纪商愿意接下客户的卖单，哪怕充作自己的库存。源源不断的买单使他们增添了信心，他们报出的买盘和卖盘价格差相对较小，从而吸引大量的交易以规模获利。

相反，一旦市场回调，买家和卖家就会大失信心。买家们懊悔自己不该那么快进场。卖家则担心如果不快快出手可能就来不及了。更要命的是，追加保证金的要求会迫使那些相信回调只是暂时的而愿意继续持有的投资者卖掉手上的头寸。于是，尽管交易量不大——有时甚至根本就没有任何交易——但价格还是猛跌不止。在这一过程中，造市商不敢出面造市，他们担心存货无法出手，耗尽宝贵的资本。

教训之八：市场化不等于有流动性。

许多投资者错误地将资产市场化等同于资产的流动性，这已是近年来的老问题了。那么，两者的区别究竟在哪里呢？流动性是市场的一项特性，而市场化涉及的是能否顺利地为某一特定或某一类别的证券找到交易机会。比如说，如果某国的股票市场流动性升高，绝大多数股票的市场化程度都会升高。但是，并不是每一种股票的市场化程度都会上升——即使在一个流动性高得出奇的市场上——总有公司会意外出问题。

毫无疑问，金融资产证券化提高了它们的市场化程度，它们也出现在一些金融机构的资产负债表上。但是，更为常见的情形是把金融资产证券化错误地等同于无穷无尽的市场化。可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实是，市场的活跃程度随着金融周期的起伏而大起大落。要理解这一点，只需看看1998年春天以前无论多少巴西债券都可以销得出去，而仅仅几周以后除非价格大出血，否则别想销出去。

教训之九：金融资产的盯市机制并不完善。

在金融资产证券化发展的同时，盯市（marking to market）的业务活动也快速地传播开来。过去，逐日重估金融资产净值（为了及时反映资产价格的变化）主要是证券公司的工作。做这种工作的也只是少数代表大型机构投资者（例如养老基金）的投资经理以及一些规模中等的共同基金。银行和保险公司不盯市，它们的监管者也不希望它们这样做。他们大多按帐面价值将其记录在资产负债表上。他们不理会临时的（或称未实现的）利润或亏损，只是买入并持有。他们手中绝大多数的资产都没有证券化，也不按二级市场的变化重估其资产价值。

但是，近年来开展盯市业务的机构投资者——特别是共同基金——无论是在规模还是在重要程度上都有了长足的进步。与此同时，会计准则和管制规定方面的变化把传统的金融机构推向了更多应用盯市手段的不可逆转的方向。证券化否定了反对盯市的最主要的理由——也即无法确定有效价格的难题——而时间的推移则打消了官方和业界的阻力。

尽管如此，重要的还是认识到盯市机制的不完善，特别是在困难的市场环境下。一般而言，盯市倾向高于估价值，给投资者一种错误的安慰。在市道不景气和流动性枯竭的的时候，没有谁能够真正有把握地说组织化的市场（如纽约证券交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所）或 OTC 市场经纪商的上一次报价就是实际可行的市场价格——至少他们不能不考虑交易的额度、信用质量、其他市场参与者的活跃程度，以及同交易有关的其他方面的问题。

教训之十：风险模型具有极大的局限性，其中包括对期权敞口的错误引导。

尽管数学工具和计算机技术的发展极大地提高了市场参与者的能力，但它也有不利的一面。直到去年的危机之前，市场上一直有一种非常普遍的看法，认为金融风险是可知的，可以通过对历史数据的分析计算得出，并且这种风险是可以分散的。这完全是不经之谈，遗憾的是，直到长期资本公司——很可能是最著名的以数学模型作为投资依据的公司——近乎破产，人们才接受了这一事实。

在进行风险评估作业时，历史交易模式是一个很有用的出发点，但也只是出发点而已。在绝大多数情况下，公司或政府债务人信用地位的突然恶化是无法预测的。它们反映了表面数据所无法揭示的根本性的经济和金融结构中隐藏的弱点。模型基本上是向后看的，一旦出现根本性的结构变化，它就一筹莫展了。所谓关键性的结构变化之一就是流动性的丧失。在管理诸如期权和其他复杂的金融衍生品令人眼花缭乱的头寸的时候，模型只能在正常情况给出动态对冲的理性方案，而到了不做大出血休想成交的市场环境里，它就帮不上什么忙了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 教训之十一：在全球化、证券化的经济体制中，传染性已经成了一项极为重要的影响因素。

躲避风险的努力打破了股票和债券市场的所有界限。这当然不仅仅是新兴市场所独有的。（同国债之间）收益率的差距迅速拉开，哪怕是由 AAA 级资产作担保的证券、备受保护的公用事业、抵押商业贷款以及有可靠的现金收入的公司发行的证券。

为什么传染性如此普遍，而人们认识到这一点又总是为时已晚？原因之一在于投资者在作出决策时所依据的信息有问题。金融资产价格的突然下跌通常都是因为始料未及的新数据的发布，它引起了投资者对当初作出决策时所依据的原始分析的怀疑。接下来投资者会很自然地问：如果某某国家的情形比我们当初涉足的时候所想像的糟得多，那么别的国家也可能会碰到类似的问题。于是他们竞相抛售这些国家里政府、银行和公司的债券，尽量避开已经传播开来的危险。这种做法触发了抛售的机制，其结果就是近年来我们常见的传染性蔓延的危机。

> 教训之十二：国际化分散不见得能为投资者提供多少保护。

1982 年的情形证明了这一观点。1994～1995 年的事件则再次予以确认。在过去的两年里，同样的道理被反复地验证。为什么投资者还是相信分散化会给他们带来所谓的好处呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中的部分理由在于分散化乃是最令人信服的教科书模型。它是以精密和可以合理接受的数学方法为基础的，具备了科学的确定性和直觉上的吸引力。只要理解了最基本的方差和协方差原理，很快你就会相信整体资产组合的波动性小于其构成成分中个别组分的波动性。于是我们终于找到了免费午餐，数学就是这样证明给我们看的。渴望一旦得到公式的支持，你是很难反驳的。

但是严酷的市场打破了人们的美梦。假设投资者购入了新兴市场的债券。又假设某一家发券人受到严格的审查。即使在市道最好的时候，这也极可能是一个交易量很小的市场。万一有个风吹草动，流动性立刻就会消失。投资者在这种情况下会怎么做呢？他不光会大出血抛售，此外他还会采取下一个最佳步骤，抛售另一个地理上相近的或有类似问题的国家的债券。请看，所谓分散化的好处就这样在真实世界中烟消云散了。

> 教训之十三：投资者不能指望从卖方的分析师那里打探到坏消息，他们同样也不能指望政府、IMF 或世界银行。

由于在保持资本流向发展中国家的问题上存在着太多的既得利益，以至于人们会在有意无意间压制揭示问题的苗头。这本来是一种自我监察机制。卖方——无论是传统的投资银行还是涉足投资业务的商业银行——的分析师对风险的分析直接指向他们的雇主所经营的业务。而获得承销或发售新证券的合约是这些公司的一个重要收入来源。对一个国家，包括其经济政策和银行与企业的财务健康进行严厉的批评常常会引起同不喜欢这种独立性的客户或潜在客户的严重摩擦。他们可能威胁给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些不懂得隐瞒负面发现的公司，减少其订单。

不仅如此，从理论上讲，国际货币基金组织和世界银行应当对各国的政策和发展前景作出冷静客观的评价。真实的情况远非如此。相反，在信贷自由涌入——常常是过度——的时期，这一多边领导机构有时还充当着为新兴市场领头叫好的角色。

教训在于，投资者必须亲自做研究。难度是相当大的，绝大多数新兴市场国家政府所提供的数据在质量上都是很可怜的。只要发布的信息的准确性未经严格的检验，透明度本身就是毫无价值的。但是没有一个当权者肯出面承担起这样的责任。

教训之十四：信用评级机构的分析不是即时，而是滞后的。长期以来，他们系统地低估了金融世界里具有高度爆炸性的信贷风险。

直到1997年下半年以前，信用评级机构一直对亚洲借款人表现出过度的友好。由于亚洲国家的美元债务在标准的债券指数中评级很高，那些本身没有独立的信用评级的指数投资者势必买入并持有。而一旦指数下挫，他们除了抛售之外别无选择，造成二级市场资产价格崩溃，为银行债务进行短期融资也变得非常困难。当指数投资人开始抛售之后，债券与美国国债间的收益率差距相应增大，评级机构则将收益差的扩大视为形势进一步恶化的指标。于是他们又会调低这些债券的信用级别，即使是在国际货币基金组织已经出面实施补救计划之后。当然，在此之后评级机构已经作了许多积极的研究。他们对经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济和金融状况好转的信号做出了更为积极的反应，将几个月前还不看好的证券品种的信用地位做了有利的调整，这种转变在韩国债务问题上表现得特别明显。但是无论如何，教训是很清楚的：依赖指数进行投资是危险的，不管将来信用评级机构的工作做得有多好。

> 教训之十五：在市场陷入混乱的时候，市场的参与者千万不要指望客户的敞口头寸相抵会减少风险。

也就是说，总的敞口风险很可能就是你真正的风险。

> 教训之十六：在违约拖欠的背景下，债务证券化将权力从投资者转移到债务人手中。

俄罗斯就是一个极好的例子。证券化意味着，一旦出现8月份那种危险的局面，贷款方作为一个集团只能无所作为。俄罗斯政府通过单方面拒付国内债务成功地利用了这种不平等的谈判地位。在此后进行的有关前苏联遗留债务（以外币赋值）的谈判中，他们仍然拥有可观的影响力。

在谈判新兴市场债务重新安排的问题时，投资者必须警惕美国财政部所提出的可能危及持券人地位的言论。从长远来看，官方的贷款人，比如各式各样的进出口银行，同私人贷款人之间的矛盾将日益上升，他们不可能心甘情愿把自己的利益放在第二位。尽管在现有的契约中写得明明白白，但持券人的优先地位并不是理所当然的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

教训之十七：理性的分析技术不可能预测极端的金融行为。

近二三十年来发展起来现代数量分析和经济计量学技术给投资者和组合投资经理增添了信心，他们认为自己有能力预测金融趋势和行为。通过历史数据的收集与分析，再加上引入了当前变量的模型，计量经济学家们经常试图预测利率、股价、通货膨胀、失业率等等的走势。

可是，在金融狂热和投资者丧失理智的时代，这些技术实际上一钱不值。原因很简单：绝大多数的模型是建立在正常的和理性的金融行为的基础上的。但是在市场陷入疯狂之后，逻辑和分析就被抛在脑后了。历史记录是再清楚不过的了——很少有人能预测大牛市或大行情什么时候开始，而能够知道它们发展到什么程度的人就更少了。在那种时候，支配市场的是傲慢、得意、恐惧、悲剧等等——这些都是现在的模型所没有计算，很可能也是无从计算的情感。

历史的回音

当代金融生活中诸多不尽人意之处都可以在历史上找到先例。一个基本的例子就是我们的金融机构向发展中国家发放的贷款所遇到的困难。这根本算不上是一个新问题。国际债务不过是复活的幽灵。金融史上充满了延缓偿付、违约拖欠和没收充公的事例。而在这些事例中就有许多次是由于贷款人的错误观念所造成的，他们以为国家同企业不同，是不会破产的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们上溯几个世纪去寻找历史证据。在 14 世纪，佛罗伦萨曾经是世界上最主要的金融中心，但它的两家最大的银行却破产了，因为他们向爱德华一世、爱德华二世和罗伯特·安乔（Robert Anjou，那不勒斯国王）发放的贷款过多。贷款人发现再也找不出用以保障贷款的抵押品。历史学家本杰明·科恩写道，“偿付是不可能的，贷款人被迫不断地增加投入，希望以此保住他们已经借出去的钱。”

多年以后，在 19 世纪里，英国在国际金融方面成了领头羊。在最初的成功之后，接踵而来的就是严重的债务问题，整个国家和金融机构都承受了巨额亏损以及违约拖欠的痛苦。巴林兄弟银行——英国最有名的银行之一——于 1890 年在阿根廷因过度扩张而陷入困境，最后不得不由英格兰银行和其他金融机构出面担保渡过难关。20 世纪早期也曾有过类似的情形发生。在 1920 年到 1932 年，在美国市场上发行的外国债券总额接近 120 亿美元，在当年这是一个大得惊人的数字。到 1935 年，在纽约股票交易所挂牌的外国债券中差不多有 40% 出现了拖欠偿付。

过度使用杠杆是金融史上屡屡发作的痼疾——在一次金融狂潮中曾有 14 家美国铁路公司破产，而在另一次则有 600 家银行同时破产，其根源都是过度杠杆化。杠杆收购和高风险债务融资的直接原型很可能是 20 年代公共电力持股公司的金字塔手法。许多这类的持股公司借助过度负债来融资收购独立运营企业。当财务问题暴露出来之后，他们常常强迫其下属企业推迟支付优先股股利，暂停支付普通股的股利。这种情况反过来又阻断了流向持股公司的现金流，后者同样为偿付过度的债务和优先股股利而苦苦挣扎。

在公用事业持股公司的全盛期，它们应用金融新技术的热

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情一点也不亚于今天那些热衷于所谓“创新融资”或“金融工程”的发债人。20 年代所使用的保障对运营公司合法监控的技术包括：（1）大量发行债券；（2）发行无投票权优先股；（3）发行不同等级的优先股，其中只有一个级别拥有投票权；（4）投票委托制的确立，股份被控制在一小批投票受托人手中；（5）向控股利益集团发行大量的购股权证（或称股票期权）。这同今天的情况何其相似——教训也是一样的，控制在少数人手中的过度杠杆是开启通向财务危机大门的钥匙。

同样，如果风云一时的金融英雄最后变成了破坏金融市场的败类，我们也无须感到惊奇。在 18 世纪，约翰·劳所以能够声誉鹊起，就是因为他指导自己的银行用黄金按固定比率支付它发行在外的票据，在某种程度上协助稳定了法兰西摇摇欲坠的金融形势。可是后来他却因为货币贬值、操纵自己的密西西比公司股票以及其他阴谋诡计的败露而弄到声名狼藉的地步。在第一次世界大战期间，著名的金融家查尔斯·蓬齐竖起一座金字塔——借新还旧——这一把戏在 20 年代颓然崩塌，将上千名倒霉的投资人终生的积蓄一扫而光。同时代还有一位“火柴大王”伊万·克留格尔（Ivan Kreuger）聚集了巨额的债务为其庞大的火柴帝国融资。但他总是把公司和资产最重要的信息放在自己脑子里，从不向亲信、下属、银行和会计师们透露，当然他们也很少过问他的手法。他在 1932 年自杀，留下了也许是到那时为止世界上最大的一宗破产案。

30 年代的公共电力持股公司同样也有他们自己的英雄变狗熊的版本：电气大亨塞缪尔·英叟（Samuel Insull）。英叟是一位天才的工程师和电力工业管理者，但他不该涉足极端风险的金融界，犯了致命的错误。像别的那些伊卡洛斯（古希腊神话中建筑师和雕刻家代达罗斯之子，逃亡时因飞近太阳，装在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身上的蜡翼遇热融化，堕海而死——译注）式的人物一样，英叟如流星般崛起，接着又坠入痛苦的深渊。在 20 年代后期牛市市场的鼎盛期，英叟的两家核心企业的股票——联邦爱迪生和中西部电力（MWU）——一飞冲天。在 1929 年的头 6 个月中，联邦爱迪生的股价从每股 202 美元上升为 450 美元，而 MWU 的股价则从每股 169 美元变成了 529 美元。在华尔街大崩溃——英叟的金融纸牌王国也同时轰然倒塌——之前的最后日子里，英叟手里各家电力公司的总市值平均每分钟增值 7000 美元，一天 24 小时涨个不停。英叟的个人资产也呈几何级数增长，从 1927 年的 500 万美元到 1929 年的 1.5 亿美元。

大崩溃切断了英叟模式所赖以维持的金融生命线：操纵公司股利和优先股出售。1932 年 4 月 16 日，一群摩根的银行家们通知英叟，他再也不能获得更多的信贷来支付 6 月 1 日即将到期的债务了。自知大势已去，英叟浑身发抖，“我真恨不得躺在坟墓里。”

MWU 很快落到破产清算人的手里，它那时控制着 239 家公司，24 家持股公司和 13 家附属机构，一共向 30 个州和加拿大的 4471 家用户输送电力。英叟金融网是如此复杂——同时代的一位华尔街人称持股公司董事为“金融诡辩大师”——以至于很难准确计算英叟垮台给股东所造成的损失。但是其总额是惊人的，以 1929 年的美元计算大约在 5 亿到 20 亿之间。

英叟坚持到最后一刻。他的事迹在几个月里都是报上的头条，这位从前的电力大王被调查和指控，接着逃到希腊，又在土耳其海滨被捕，引渡回美国，最后在芝加哥的监狱里服刑。他为饱受大萧条蹂躏的美国增加了一句新的成语——“从英叟到牢房。”（From Insull to injury.）在那个时代里，英叟的经历也许比其他任何人都更典型地揭示了金融过热及其对社会和经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济的破坏。

这并不是说未来还会再出一个英瑟式的人物。从严格的意义上讲，历史不会重复自己。英瑟只是一个特例，而他那个时代的整体氛围——包括政府对金融市场和电力企业的失察——自那以来早已面目皆非。有人再犯下英瑟那种错误的机会可谓微乎其微。

尽管历史不会重复自己，但正如马克·吐温所言，它有时会发出回音。英瑟不会再有了，但英瑟式的人物却可能会更多。历史的模型强烈地暗示了这种可能。的确，新的人物不会使用英瑟操纵和隐瞒资产的老套路，这些做法早已过时，没人会这样作。但是在今天的环境下，在特定的约束和机会之下，头脑发热的金融家推进——或穿越——法律和道德底线的愿望却一定会冒出来。

当今的金融界正在遭受一种健忘症的折磨。绝大多数华尔街金融家没有意识到，或者说忘掉了追逐“创新”和利润的不负责任行为可能造成的危害。正如我在前面所指出的，这不能全怪他们。高等教育中只有极少金融史内容，甚至连商业史和经济史也都避而不谈。在 20 世纪初，绝大多数大学和学院的商业专业都将商业和金融史列入必修课。而经济学史和经济学思想史则是经济类课程中的主课。这种情况已经发生了改变。由于加强了新的数量方法的教学，绝大多数商学院早已放弃以历史为主要对象的课程，甚至在选修课的课程表里也找不到它们的踪影。任何同商业实践中定性分析有关的课目——伦理、企业文化、历史等等——都因为“太软”或“不实用”而被摒弃或合并。

但是，在一个快速变化的时代——就像我们现在的这个——中，掌握历史知识比之相对平静的年代显得更为重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有长远的眼光才能帮助我们披沙捡金，找出真正持久的和显著的变化。在金融领域，正像在人类生活的其他领域里一样，历史是真正有价值的教材。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章　新世纪的金融机构

技术进步也好，因特网也好，它们都不大可能在短期内减少金融市场的波动。

我时常被近半个世纪以来华尔街金融市场的各项巨大转变所震惊：史无前例的增长，证券化、全球化，新的信贷工具的涌现，企业竞争限制的自由化，利率大起大落。这些变革的范围和幅度，再加上近半个世纪以来我们一直没有见识过严重的萧条，令人激动不已，信心倍增。

但是，绝不能由此得出结论，金融市场已经成熟到没有多少发展和变革的余地了。可以肯定的是，未来将会给我们带来更多的增长、波动和创新。正如我在本书中所反复强调的，近40年来的结构性变革已经在金融市场中带动了快速的扩张和变迁，我确信这一过程还将继续下去。

有三个制度性问题应当引起我们特别的注意。怎样解决权力下放与经济和金融集中的趋势两者之间的矛盾？21世纪里因特网将会怎样改造金融市场和金融机构？在未来的岁月里，金融机构的经理们还会遇到哪些新的挑战呢？

最近，国会和总统通过的法案在事实上废除了1933年格拉斯－斯蒂格尔法，允许保险公司、银行和投资公司之间的合并。另一项更为大胆的允许金融公司和非金融公司合并的计划未获国会批准，但再过10年20年也难保不通过。金融（和其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他）部门合并的监管环境从来没有像在过去10年中那样友好。这一现实——再加上信息技术网络在金融界的迅速传播——为明天的投资者和金融公司经理增添了更多的机会。

放　权

金融市场面临的一个主要挑战是放权与经济和金融集中化趋势之间的矛盾。放权的理论基础是认为经济活动和政府功能应该非中心化。支持放权的人不仅主张公共的和私人的领域中行政职能的非中心化，他们还进一步要求下放经济、金融和政府决策的权力。

在向中央政府施加压力要求放权的问题上，各地情况差别很大。在某些地方，放权是政治动荡的直接后果。当然，这种情况大多出现在东欧和前苏联，面临着巨大的政治转变和不安定的形势，政府不得不实行大规模的放权。同样，在中国也出现了这样的变化，尽管推动这一变革的动力来自地方层次。目前，中国的省级政府和企业已经获得了相当可观的自主权，尤其是在快速实现工业化的地区。

与此同时，中央政府放权的浪潮还席卷了绝大多数的工业化国家。在许多情况下，膨胀的预算赤字和居高不下的债务负担成为放权的驱动因素。无论我们怎样看待这个问题，事实是除了日本之外，中央政府无不受到预算赤字的困扰。在新的欧洲，欧洲货币联盟对赤字财政做了严格的限制。当选官员们即使有心设立新的或扩展目前的项目，也会因预算不足而无法遂愿。严格的预算限制反过来又破坏了中央政府的信誉和吸引力。此外，中央政府还在承受更大的压力，要他们找出新的削减预算赤字和提高政府工作效率的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至于金融市场——很可能我们会看到越来越多的现在由政府经营的业务或企业被私有化。随着许多国家加快私有化的速度，信贷需求将持续地从公共部门转向私人企业。与此同时，中央政府融资能力的下降将使评估和调节信贷需求的工作更多地仰赖于市场自身的力量。作为整体，这些信贷需求者无论在需求方面还是在风险水平上都会出现越来越大的分化，比起当年政府占主导地位时的情形，风险程度自然会比较高。

为了正确地判断这些信用证券，大力推行放权的经济体应当加强风险分析。但是，没有任何理由认为私人机构在这方面会自动取得优先的地位。事实上，分权还会产生相反的作用——特别是证券化，它将风险的负担传递给市场中的每一个人，包括机构。在今天的金融机构中，债务和股权证券按偿付期限被分割成不同的组合，其风险水平差异很大。为了加强短期收益率，投资者一般不会持有这些证券直至到期日。

集中化与“集成式机构”

市场工具管理方面的放权会继续鼓励金融机构的大规模集中。这一趋势来自几股力量的合力：技术进步；投资者，借款人和存款人在心态和需求上的变化；公开信贷市场的扩张以及金融市场和机构持续的非管制化。综合而言，这些变化不仅令大型机构具备了真正的经济规模，同时也令它们有能力承受金融创新所必须的巨额起步成本。不仅如此，对于大型机构来说，集聚大额资本，在不同类型的资本市场上保持主导地位也容易得多。查尔斯·弗里德曼（Charles Freedman）和克莱德·古德（Clyde Goodet）对新一轮金融集中化的原因做了简明扼要的概括：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，从技术要求上来说，保持有效率地提供金融服务的竞争性基础设施的成本在未来将会高得异乎寻常，只有大型的机构才能承受。第二，在某些业务中存在着规模效应，这也只有大型机构才能办得到。第三，无论从客户需要还是利用经济规模（所谓“协同性”）的角度出发，一家成功的金融机构的规模必须足够大，就像某种金融超市，向顾客提供所有的或绝大多数的服务形式。第四，国际化的存在是成功所不可缺少的，而只有大型的机构才能在本土之外的市场上参与竞争。第五，未来的顾客所要求的某些交易和服务必须以拥有大额资本为前提。

上述几点暗示了，未来成功的金融机构将会是一种超大规模、国际化合作、向顾客提供所有的或绝大多数具有技术领先地位的服务。（Freedman and Goodet，P18）

21世纪金融机构赢得竞争所必须的严酷的技术要求是推动金融集中化的重要因素之一。因特网加速了银行关系非个人化的进程，现在金融机构更热心的是建立强大的品牌识别系统而不是同借款人和存款人建立个人之间的关系。

金融市场的经验证明，大型金融机构的确会产生潜在的经济规模，特别是因为许多无关的功能和服务可以外购或从特种渠道购买。过去的模式已经不适用于未来。首先，证券化导致市场内信贷关系的非个人化。消费贷款和住房抵押贷款的发放被纳入信用评级程序，而不再需要面对面的接触，同样的变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还涉及一大批小企业贷款。但是，是大机构，而不是小机构，才能掌握契约证券化的能力。不仅如此，风险的数量评估模型，且不论其正确与否，也是大机构的专长，而小机构则要仰赖它们取得风险评估和风险计算技术方面的指导。因特网既不会结束金融中介的功能，也不会减少对信贷有效配置及机构性风险承担业务的需要，但是它将极大地改变信贷的处理程序。

21世纪早期美国金融机构的集中化程度很可能会进一步加剧。这不过是近20年来重大变化的继续。80年代初，全美10大银行存款总额占参保商业银行国内存款总额的19%。此后的10年间，这一比例上升非常缓慢，到1998年底达到了37%。全美25家最大银行的存款集中度在1980年为29%，1990年为35%，1998年则达到51%。再来看共同基金公司，1999年中，最大的5家、10家和25家共同基金组织分别持有共同基金总资产的34%、46%和70%。

在欧洲，集中化的步子也在加快，特别是在欧洲货币联盟建立之后。在法国、德国和意大利，保险和商业银行业新一轮的大合并浪潮正在兴起。一度被认为不可能的跨国界的合并和收购也开始迈出了步子。从这样的合并中创造出来的新的银行和保险公司将失去其国家身份，它们将被视为欧洲货币联盟的机构。与此同时，拉丁美洲和亚洲也掀起了自己的集中化，只不过在许多情况下这种重组是在冲销不良贷款的压力下进行的（通常有中央政府的参与）。日本政府在这方面特别积极，近年来促成了几宗巨大的合并案，如东京银行和三菱银行合并，日本兴业银行和第一汉扬银行与富士银行的合并。

经过这样一番集中化和大合并，至少在美国将会出现一种新型的金融机构，我们姑且称之为“集成式公司”。这类庞然大物将从事超越传统机构界限的金融业务。由花旗银行、旅行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者保险公司、所罗门·史密斯·巴尼公司和商业信贷公司组成花旗集团这样的事例将被多次重复。但是集成式机构很可能不至于成为羽翼丰满的、欧洲式的“全能银行”的复制品，后者结合了金融与非金融机构的功能。而在美国的传统——不像欧洲人，美国人总是担心经济和政治权力的集中化——之下，不大可能在近期内允许银行和商业公司的合并。

从内部来说，集成式机构将要面对两大挑战。首先，他们在管理上将非常困难，特别是在高层。到了下一个世纪，大部分中层经理在专业技能和自主权方面都将获得极大的提高，他们具有强烈的冒险意愿——我在本章末尾将会更详细地讨论其机制。第二，金融部门的高度集中将加剧利益冲突，迫使中央银行向金融体系中的更多角落延伸其安全网。

不仅如此，集中化同时还在侵蚀金融市场中关键部门的竞争性。集成式机构本来就已经是金融资产管理方面的一个强大的力量，而不久他们还会控制巨型的共同基金组织。其结果将是，他们会在**同一时间**深深地卷入市场的各个方面：作为卖家，他们是经纪商和承销商；作为买家，他们是机构投资商和资产组合贷款人；此外，他们还是各自客户的顾问。官方的监管人员也许会坚持要求他们在不同的职能间设置防火墙，但这种防护性措施在实行和监督时很困难。例如，如果某机构正在承销的大宗证券在市场上遭遇意想不到的麻烦，它几乎用不着要求其资产管理部门施以援手买下一部分来。它可以借助自己在市场上的关系密切的客户不着痕迹地实现同样的目标而不会违反正式的规则，甚至不会破坏伦理规范。

在集成式的机构中，保持立场客观的研究将比今天更加困难。正如我在第九章所说，研究人员有时会挣扎于冲突的需要之间而左右为难。一方面，他们希望提供有关公司或国家前景

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的诚实的判断；另一方面，他们又必须支持证券的销售工作，包装资产管理部门的投资理念，争取竞争优势。好的高级经理会试图保护其分析师免于利益冲突。但是，即使有世界上最美好的愿望，公司为了保护某一业务上的利益仍有可能压制，或至少是逃避不愿意看到的研究发现。有的客户就是不想看到任何有关自己的负面报导。

在将来，这一情况会变得更为严重，投资者要更加小心翼翼。用不了多久，我们将不得不越来越多地依靠自己的研究和分析，或者依靠那些有专长的研究公司。因此，在明天的市场上，享有高度客观性声誉的独立研究将获得额外的收益。

不过，比起负责经营的经理们来说，业务高度分散化的金融机构的外部董事会成员所面对的挑战更为严酷。我是在所罗门同菲布罗公司合并、自己进入董事会之后才体会到这一任务的艰巨性。外部董事会成员具有极不相同的商业背景。除了格林伯格（Maurice [Hank] Greenberg），谁也没有经营大型金融机构的第一手经验。那么，他们怎样才能（起码做到）理解诸如这样一些问题：所罗门兄弟公司所承担的风险额度；证券化贷款的配比原理；公司真正的资本杠杆化程度；性质各不相同的巨额资产的信贷风险；究竟有多少资本分配给公司的各种业务活动以及在修正风险的基础上资本回报率有多高？相对于问题的复杂性，为董事会准备的报告既不够全面也不够具体，无法让外部董事理解我们公司业务的分散与复杂的程度。

随着公司的业务和资产的国际化，这一问题也变得更加严重。近年来，有不少大型的美国金融机构已经成为真正意义上的国际化公司。他们承销证券，交易外汇、股票和债券，管理工业化国家企业和新兴市场国家的资产组合和证券。正如前所述及，有几家最大的机构在其持股公司的结构中不仅包含了银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行，而且还有共同基金、保险公司、证券公司、财务公司和不动产等关联企业。外部董事要想了解公司经营状况的真相可谓难于上青天。他们不得不极度依赖高级经理们的诚实和能力，后者则要监督低层的专业化经理在广泛的业务领域中的工作，控制多种多样令人眼花缭乱的复杂风险。

更为不幸的是，会计专业人员也帮不上外部董事们的忙。审计报告几乎不可能真正反映公司所承担的风险范围。资产和负债的总值也许比净值要有意义得多。通常出现在脚注中的表外业务应当合并到报告中，以揭示业务与负债的总量。令人失望的是，经营管理层大多反对财务会计标准审计会（FASB）主张的保守的会计准则。这是因为此类准则可能减少公告利润，导致保守的借贷和投资政策，从而危及公告利润。可是，从长期来看，这些准则会加强金融机构的信用质量。

按照在其位谋其政的要求，外部董事在第一次参加董事会会议之前应该进行彻底的准备。金融机构应当准备一份详尽的公司业务说明，包括（但不限于）：一份有关公司业务的详细说明；将要讨论的全部报告的预备文本；有关判断风险水平的指南（包括一份对公司所采用的定量风险模型的详尽评论）；以及对公司会计处理的评论。不仅如此，新的外部董事还应当会见监督这家金融机构的官方部门，包括（在有关的情况下）联储、货币审计官，或证券交易委员会。这些官员们可以亲自向他们解释自己工作的性质以及董事工作的看法。最后，这家金融机构雇用的律师应当同每一位董事讨论他或她的责任与义务。

还有其他重要的空白点有待填补。首先，金融机构发现自己很难招募到具有优质技术背景的董事——特别是那些在信息技术、经济计量模型和定量风险分析方面拥有专长的人才。第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二，管理今天那些最大的机构的董事会的成员们很难有足够的时间完成他们的职责。公司业务的复杂性通常要求董事会在财务、投资、人力资源、信贷、监管以及诸如此类事务上投入精力。当然，积极有效的董事会的工作应当专注于设定政策、代表股东和贷款人的利益，而不是机构经营的细节。但是，除非董事会能够拿出足够的时间来完成自己的职责，否则这个行业将会遭受更严重的波动，最终迫使政府当局介入以挽救危局。

最后，在最宽泛的层次上，金融部门当前的和未来的集中化——加上别的部门同样热闹的兼并，如汽车制造业、电信、飞机制造业、石油工业、广播电视、计算机和软件，还有其他的核心产业——对美国的经济民主造成了妨碍。赞同大规模兼并的传统观点认为，它们减少了过多的产能、提高了行业的效率。这种看法当然不无道理。集中化往往可以降低商业运作——无论是金融公司还是非金融公司——的成本，在不必提高价格的前提下创造更高的利润。但是，不能指望这一做法能够无限地降低成本，在某一点上，规模的非经济化现象将会突然出现。更重要的是，正如垄断理论所表明的，那些强大到不可动摇的具有支配地位的公司具有强烈的提价以增加利润的动机（而相反的动机则几乎不存在)。到了这一时期，将会有——至少从理论上讲——新的行业进入者通过提供新的产品或服务来打破集成式机构的垄断地位。但是这在现实中却很可能行不通。尽管这些垄断性的公司在产品和服务方面可能存在严重的弱点，但它们所拥有的优越的资本优势令他们在竞争阶段可以方便地收购创新、或复制创新，从而将弱小的竞争对手拖垮。

同一个世纪之前备受争议的反托拉斯运动相比，反对集中化的大众的、政治的或政府的力量在今天是十分微弱的。原因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之一是国家政府权力的分散以及跨国经营的私人机构权力的增强。最常见的情况是合并被视为获得国际竞争力的方法之一。按照这一看法，美国的企业必须获得与其国外的竞争对手同样的市场地位以进行有效的竞争。政客们通常不会有守护“大利益”的动机，特别是在缺乏大众支持的时候。至于“公众”本身——考虑到投资于股票市场的普通家庭数目之多，再加上集中化所带来的股价与股利上升的好处——近期内不大可能再出现一个现代的“反托拉斯”运动。

最后，整个社会将为商业和金融部门的高度集中化付出代价。这可能会导致政治上的反应。随着国家政府对国际经济和金融发展逐渐失去控制，这种反应可能导致向民族主义的复归（在国际合作破裂的情况下）或产生一个新的超政府的国际机构以限制全球经济的集中。

集成式的机构将在未来的二三十年里变得更像公用事业而不是私人企业。像公用事业一样，它们会变成“大到不能破产”的地步。在欧洲、拉丁美洲和日本，金融资产的集中化将迫使当局采取措施力图避免其破产。从更长远的眼光来看，严格的监督可以规范此类机构的活动，从而限制其获利的空间。但是，当今的金融机构管理层为什么要关心那么遥远的事情呢？不管怎么说，到了那个时候他们早就已经退休了。这是别人的事情。

因特网和金融市场

毫无疑问，因特网还将对金融市场产生深远的影响。用不了几十年，今天我们所熟悉的金融交易形式将会被抛弃。几乎不会有人再走去银行存款或申请贷款。所有普通的银行顾客将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会在家里或办公室的计算机工作站上办理他们的业务，其方便性也将与日俱增。金融机构和他们的客户之间的个人关系将不复存在。与此同时，在将金融服务成本分摊到低成本贷款人的机制中，因特网将发挥越来越重要的作用。这并不意味着因特网会将我们带进一个新的低利率时期，更恰当的说法应当是不同的信贷供应商之间在融资成本方面的差别将会缩小。换一种表述方法，银行业的费用将在整个经济体中间传递。

尽管因特网银行业不至于削减金融部门的总利润，但很可能会在不同的机构间产生利润再分配的现象。例如，金融机构们现今正在一股脑儿地争相成为诸如货币管理、住房和商业借贷以及债务证券化等“金融服务”的供应商。这方面的业务流程肯定会变成高度标准化的，在此过程中，利润边际会变得稀薄。但是哪些造市商和投资者将承受其间的风险呢？这一金融中介的风险自然会导致对更高回报率的要求。

在技术进步以及因特网为我们带来的好处中，有一项是非常明显的。监管当局和投资者看来都有希望获得更及时的金融信息。有分析师参加的公司会议将会成为公开的信息披露程序。金融信息将以便于理解的方式出现在因特网上。分析师的任务将不是简单的数据堆积，而是对这些数据进行分析。对官方的监管人员和监管机构而言，未来的新技术将使有关金融机构业务和公开市场业务的实时信息传递成为可能。这对于提高监管当局对金融活动发展的认识具有极大的意义。它还将促进重要的经济和金融信息尽快流入中央银行。总而言之，官方的监管和货币政策决策人将有条件作出更好的决定，从而限制金融过热，这也是经济持续发展的关键性前提之一。

尽管如此，无论是技术的改进还是因特网的普及看来都不大可能在近期内减轻金融市场的波动性。目前，信息的加强以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及资产证券化的趋势愈演愈烈，可能会促使金融市场作出更为快捷的反应。专注于资产组合短期市场表现的倾向也不会改变。事实上，全球性金融交易工具的普遍化很可能会强化这一倾向，从而将市场的波动性维持在一个高位区间。

金融机构经理所面临的挑战

在二战之后的早期岁月里，大型金融机构经理的工作比起今天来要直截了当得多。利率的变化也不是特别厉害。在许多年里，金融市场一直是分割的。银行发放商业贷款，储贷协会提供抵押贷款，保险公司出具保单，共同基金还只是一个小小的惊奇，而养老基金则根本无关紧要。整个金融监管的网络体系的设计目的都是为了确保金融机构在大多数情况下能够获利。

这种局面促进了贷款人和债务人之间的亲密关系。机构间的联系越来越多。商业银行和投资银行都认为自己的责任就是向客户提供服务和支持，即使在困难时期也同样不例外。反过来，银行家们可以从公司借款人那里了解到保密信息，并且重视这种信任关系。而在公司财务官员看来，金融关系应当具有高度的持久性。他们同自己的大银行保持关系，很少到处转来转去寻找更有吸引力的竞争性替代者。

我在第三章里讨论过的各种令人眼花缭乱的新的金融工具——可转让存单、可调整利率贷款、货币市场基金、信用卡证券化、抵押传递证券、金融衍生品（名式各样的互换、期货和期权）、担保投资合约、零息票债券，以及层出不穷的资产抵押证券——令经理的工作指数倍数地复杂化了。金融机构的种类也出现了巨大的增长，其中有许多在 30 年代还不存在或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鲜为人知：私人养老基金、州和地方退休基金、政府资助的抵押贷款机构（Fannie Mae 和 Freddie mac）、指数基金、商品池经营商（commodity pool operators）、专业金融公司，还有各种高度杠杆化运作的资产组合经理，包括今天名噪一时的对冲基金。

多元化的新工具和新机构导致了一种复杂的新的市场间和全球性的内在关系。其结果是更容易获得融资，更有能力承受风险，对短期效益的无止境追求，以及金融关系中永久性的破坏。在我们今天所生活的金融世界里，旧的美德——诸如了解你的客户，减小而不仅仅是管理风险，以及学会如何拒绝有利可图但却可疑的交易——已经黯然失色，甚至被贬为无可救药的不合时宜。

新的体制无论有多少优点，它在对金融机构施行有效的管理控制方面干得可不怎么样，尤其是在高层。首先，高级经理们很少直接参加企业的日常业务活动。相反，中层经理手中的权力越来越大，因为他们站在第一线——发起组织、销售并且交易各种发明性的金融工具。对他们来说，风险是获得更高回报的必要条件。不仅如此，绝大多数报酬体系的设计也是为了刺激中级管理层注重短期利润。矛盾的是，得益于从奇异的金融衍生品和其他新工具中所取得的利润，中层经理专家们的收入常常超过他们的上级主管。这种财富上的颠倒可能破坏组织内的权威结构。

在新的环境下，中层经理凭借他们的技术才能和全球关系获得了比从前大得多的自主权。理所当然的是，如果不允许他们做自己最擅长的事情——或者他们认为自己最擅长的事情——他们跳槽去追求更大独立性的可能比起前辈来要大得多。相应地，金融机构里的中层经理一定会不断地促使最高老板批准新的建议。而与此同时，高级经理则必须注意企业长期的健

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

康。

企业内部的这种紧张关系看来不会缓解，相反却可能成为大型金融机构未来的常态。一个生动的例证就是近年来主要的银行和证券公司向几家大型对冲基金提供贷款的案例。交易业务的数额是巨大的，借贷合约利润看来也相当丰厚。公司的中层经理们希望抢占先机，而高级经理则无力阻止他们的活动。在这一案例中，保持利润增长的压力是超越一切的，压倒了对风险的顾虑。

金融机构的领导人应当识破所谓在证券市场一切都可以买卖的幻觉，并且积极地同它们作斗争。金融机构已经不仅仅是买入和持有证券业务的企业，它们变成了一种业绩驱动型体制。现在，金融机构不得不经常地将持有的资产拿到市场上交易。在流动性充足、市场反弹似乎永无止境的时候，风险好像十分遥远。但是，当市场形势变得不大妙，流动性迅速枯竭的时候，中层经理们常常会千方百计地掩盖资产市场性丧失的问题，他们简单地根据“挂牌”价格计算资产的市值，而回避了真实交易只能在低得多的价位上成交的事实。当高级经理们真正理解了形势的严重性之后，常常为时已晚，面对亏损的头寸无计可施。

金融业务中数学方法（特别是风险的数量分析）的使用日渐重要，越来越受尊敬，这一点趋势加重了高级经理工作的复杂性。正如在当今主要金融机构中极为普遍的，计算机模型是中层经理的禁脔。他们所掌握的模型技术，再加上计算机功能日益增强和价格的相对下降，制造出一种科学精确性的假象。但是，所谓的精确性其实只是公式运算中的精确。基于以往数据建立的模型只能模拟过去。但在预测未来时却注定要失败，正如我们在近年来所看到的，市场的结构会出现突然的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，经理们对基于早先的结构性关系而获利的模型应当提高警惕。市场变化的步伐及其复杂性令经验规则失去了用武之地。但是精确的定量方法同样也不是可以取代常识的万用的灵丹妙药。

绝大多数中层经理对过去的危机和失败知之甚少。正因为如此，高级的和中层的经理们都应当对那些断言“时代不同了”的人提高警惕。每一代的利润追逐者都试图发现一种新的模式，希望其风险与回报的比例比以前更理想。但是正如我们从俄国的经验中所学到的，这只不过是一种别出心裁的无知。

最后，高级经理们必须在公司资本的运用方面负起责任来。他们的职责就是确定资本的真实回报率——风险因素应当恰当地考虑进去。他们必须超越模型来考察信贷风险的衡量。此外，他们还要特别注意风险在不同市场间的相互关系。过去的数据可以提供参考，但是作为高级经理，他们还必须做好心理准备，也许会出现远远超出历史模型的不利局面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章 展望未来

> 我确信，用不了几年时间，当前的金融欣快症将会逆转……也许会出现远比长期资本管理公司更严重的问题，最终击破欣快症的狂热。

作为利率及其他关键性金融趋势的预测者，在本书的结尾处如果不就未来的发展提出自己的看法，那一定会被指责为疏于职守。在下面的篇幅中，我将列举美国经济和金融市场目前所面临的直接风险，21 世纪前期有可能发生在利率方面的问题，此外还有关于以三种支配性货币（欧元、美元和日元）为基础的世界经济的前景与危险。在结束本章——也是本书——之前，我将回顾上一个世纪的历史，对金融在现代世界里过去及未来的作用进行展望性的分析。

近期我们所面临的风险

在过去的 10 年里，美国金融市场得到了强劲的经济基础的支持。主要经济指标都表现得异乎寻常的强劲：真实的增长幅度很大；通货膨胀很低——特别是就商业周期的这一成熟阶段而言；而就业率则仍在上升。许多人将经济效率的提高（相比而言人工成本则受到抑制）归功于信息技术的扩散和全球性的竞争——所谓“新经济”的两翼。

但是，我们不要忘记，经济体仍然包含着周期性的机制，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而结构性的变化还在改变金融市场上的机构性配置。毫无疑问，美国的经济力量有相当部分是建立在新的信息技术的应用基础之上的。然而，同时我们还应当看到，美国从过去10年里欧洲和日本经济表现不佳的机会中获得了极大的利益。世界各地过剩的生产能力有助于控制通货膨胀，而外国经济与金融的颓势令美国得以吸引巨额的外国资金，它们为经济扩张提供了融资。而这种扩张（以及相伴而来的繁荣）又为外国生产者创造了将越来越多的商品销往美国的机会，结果是进口增长的步伐远远超过出口。

没有谁敢说这种旺景一定会持续下去。事实上，这一组独特的条件——过去20年里美国所遇到的最好的条件——已经露出捉襟见肘的窘相。日本正在开始从经济不振的阴影中走出来。富于讽刺意味的是，日本所以能够取得这一成就恰恰是因为来不及采纳美国当局和经济顾问为他们开出的疗治经济痛苦的诸多药方。随着日本银行业问题的缓解，其信贷危机也将成为过去。与此同时，欧洲商业的复兴似乎也有了一个坚实得多的基础。

欧洲和日本的成功会让美国好过吗？诚实的答案是：不会太舒服。日本和欧洲的强劲经济几乎可以肯定会导致世界商品市场的紧张，从而激起对通货膨胀的担心。它还会遏止资本从日本和欧洲的流出，目前绝大部分的流向是美国。国外的商业复兴会打击活跃的固定收益证券市场，抬高美国债券收益，压低美元的币值。应当说，金融市场已经对当前美国经常帐户的赤字表现了相当程度的担心。

比上述问题更令人担心的是美国股票市场的走势。在过去50年里，我还从未看到像今天这样的情景，美国和世界其他地方的经济如此地依赖于美国股票市场的表现。不幸的是，能够正确地反映极端性金融行为的理性分析技术迄今为止还没有发现。在金融欣快症时期，市场多高才算高一直是一个难以定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量的问题。在这种时候，总会出现许多有关市场为什么还将继续走高或者股票价格与收益率之间的自由关系还将变得更加自由之类的理论论证。许多投资者天真地以为推动最近10年市场优异表现的有利的经济和金融背景不会改变。我们面临着共同的窘境，在市场鼎盛时期我们绝大多数都患上了欣快症。当灾难爆发时，能够置身事外而没有卷入的只是极少数。

我确信，用不了几年时间，当前的金融欣快症将会逆转。当前的市场行为所面临的挑战将来自许多方面。也许是欧洲商业的复兴，它将抬高此地的利率；也许是增加工资的压力，它会削除利润边际，破除对公司利润持续提高的广泛期待。随着金融经济市场上各种活动的兴起，也许会出现远比长期资本管理公司更严重的问题，最终击破欣快症的狂热。

在下一次股价暴跌的时候，经济中将会出现几种官方决策者必须审慎对待的风险。首先是普通的家庭股票投资者在股市灾难期间将会如何表现？第三章曾经提到，美国家庭的资产价值已经越来越依赖于股票价格的上升，最近还要加上房屋价格的上涨。这一点可以从90年代后期个人储蓄率的剧烈下降中看出来。1992年美国人平均将收入的6%储蓄起来，这一比例如今已经跌到了2%。各家公司的股票和股票基金已经成了整个国家里中产阶级所钟爱的“储蓄”。但是，许多美国人看来并不理解这一点，这可不像银行存折储蓄帐户，他们毕生储蓄中越来越大的部分本金如今正在遭受重大损失的威胁。

管理家庭投资组合的机构们声称，家庭投资者绝大多数是长期投资者——部分原因是这类资本大多数投资于退休计划——也就是说家庭投资者在下跌的市场上不会抛出。我对此表示怀疑。在过去的20年里，这些投资者已经变得如此习惯于股票价值的普遍上涨，他们可能会被实际的亏损和猛烈下降的回报率吓破了胆。

许多变数取决于不同年龄段群体行为上的差异。有些共同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金投资者会自然地采取长期的态度。他们的投资可能是401K计划或其他享受税收优惠的项目的一部分，他们当然会容忍市场价格哪怕是最出人意外的暴跌。尽管如此，没有任何规定妨碍家庭投资者将401K或Keogh计划中的退休基金从股票市场撤出转向安全港。不仅如此，其他的投资者——年纪更大一些的人更依赖稳定的资产价值，新的投资者则几乎完全不知道短期内市场波动会达到什么程度——在危机来临时恐怕也会沉不住气。此外，在共同基金的投资者中间还有数百万大胆追求回报率的人，还有能够像专业投资经理一样驾轻就熟对付各种市场扰动的投资者。

在市场的一轮修正行情中，上述不同种类投资者的反应以及接下来不同的金融市场之间的相互作用——国内股市、国内债券、外国股市、外国债券和现金等价物——将得到充分的表现。我确信，如果市场上出现一次异乎寻常的动荡，无论股票市场还是债券市场都会发生大规模的资金逃逸。资金逃逸不会在股市刚开始下跌——我相信这是由超短线杠杆投资者打头阵的——时发生，它会表现出一定的时滞，直到股票价格有可能跌破家庭投资者进场时的价格。目前还看不出会有别的机构投资者集团快速进场抵消抛售的影响。相反，机构投资者会慑于共同基金大举退场套现的景象，他们很可能像在拥挤的高速公路上发生连环撞车时那样做壁上观。他们的自然反应就是等待，直至尘埃落定。结果，他们将在无意间不仅加速股价的下跌，而且同时也打击了消费者的支出意愿，其破坏程度将远远超出经济计量模型的结论。

一旦股票市场受到冲击，其跌幅（在绝对意义上）可能等于甚至超过1987年10月间的股灾。当然，从百分比来说，跌幅相对而言可能小得多，因为目前的价位比1987年时高出许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多。因此，股票价格的下降可能经过几个相对温和的阶段，最终累积成一次大规模的经济衰退。

这种市场模式只不过令联储的工作更为棘手，它很难断定什么是介入干预的最佳时机。如果市场爆发剧烈的下挫，联储很容易作出大幅降低利率的反应。可是，如果一次大规模的衰退要经过好几个月才能显露出来，那么中央银行如何果断处置将面临极大的困难。

非金融公司股票帐面价值净变动与负债净变动间的关系（1982～1999，10亿美元）

	期间				
	1982～1983	1984～1990	1991～1993	1994～1996	1997～1999
税前利润	$ 291.4	$ 1,455.1	$ 781.5	$ 1,305.2	$ 1,516.6
减：					
税收	$ 105.6	$ 606.2	$ 280.1	$ 415.6	$ 505.7
股利	$ 116.9	$ 587.6	$ 403.2	$ 551.8	$ 742.9
加：					
IVA	($ 19.1)	($ 74.7)	($ 12.1)	($ 39.8)	($ 3.4)
新股净值	$ 21.9	($ 640.7)	$ 66.7	($ 167.4)	($ 731.2)
股票价值净变化	$ 71.7	($ 454.1)	$ 152.8	$ 130.6	($ 459.8)
负债净变化	$ 186.1	$ 1,286.3	$ 46.9	$ 549.6	$ 1,036.0

资料来源：资金流动报告，联储理事会，1992年第二季度年报。

（图 18－1）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业公司财务结构中的另一个脆弱点是日益增加的风险承受。这一问题很大程度上在90年代长期的经济扩张及其伴随的金融欣快症中被掩盖起来了，但是却在许多关键性的金融统计数据之中暴露出来。其中之一是非金融公司股票帐面价值净增长同其负债增长之间的关系。图18-1显示了1982~1999年间的这一趋势。除了利润的巨大增长之外，股权净值再度减少，而债务则显著地增加。这是因为公司动用了留存收益（在支付了税金和股利之后）和新的借贷用于买回巨额的在外流通股以及为收购融资。

这些数据同以前的阶段比起来如何呢？在90年代的头3年，信贷质量要求迫使企业增发股票，大大地放慢新借贷的净增加。此后（直至1999年年中）债务的增长比股权快得多。在80年代的债务狂欢时期（其后遗症即是90年代初期公司财务战略的小心翼翼），同样出现了债务上升和股权大幅下降的情景。

公司财务结构的这一模式导致了两个相关的现象。首先，主要的信用评级机构再一次显著普遍地降低评级，尽管还不至于像80年代或90年代早期那么严重。第二，未偿清债券信用评级的组成也出现了转变。尽管过去5年来收益表现极为强劲（见图18-2由莱曼兄弟公司汇编的未清偿债券信用质量组合），可是没有一家美国的商业银行——不论其高级经理如何夸耀自己的资本充实——拥有AAA级的信用评级。而在1975年，跻身这一级别的大型银行多达15家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按信用评级分类的未清偿公司债券的市场价值（%）

日期	1998 年 12 月 31 日	1992 年 12 月 31 日	1999 年 8 月 31 日
信用评级：			
Aaa－A	64.95%	64.42%	52.94%
Baa	23.47%	25.18%	22.93%
Bb 及更低	11.58%	10.40%	24.13%
总值	100.00%	100.00%	100.00%

（图 18－2）

这一令人吃惊的信用质量的图景几乎是 80 年代的翻版。那时出现了以多宗高度杠杆化的收购为先导的企业非资本化浪潮，伴随着大规模的股权回购一直延续到 90 年代。80 年代的过度杠杆化对美国公司是一场严峻的考验，接踵而来则是强制缩减规模、彻底破产，经济复苏也放慢了脚步。

遗憾的是，我们至今还未能充分地理解，公司债券永远也不可能完全代替股票。这是因为债券对发券公司规定的利息支付和还本期限作出了明确的规定，它对公司的现金流量占有优先权，从而限制了管理层的弹性。债券创造程序的滥用会导致公司破产，而对整个社会而言则增加了经济民主的基础受到侵蚀的危险。相反，股票融资形式则令管理层获得决策上的自由，并且它常常反映着对整个社会以及政治和经济机构的信心。如果我们贬低了股票的地位，那将意味着企业的控制权首

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先转移到金融机构以及最终不可避免地落到政府手中。这反过来又会鼓励商业的集中化，从而加剧了背离经济民主的危险。

利率变化的前景

进入新世纪之后，随着生活水平的上升和经济日益全球一体化，金融市场在普通人生活中的作用将得到进一步的提高。利率也将成为金融图景中重要的一部分。下面我将以多年来从事利率分析及预测的经验为基础，探讨新世纪的利率变动前景。

首先，1981 年 10 月以高等级债券为先导所揭开的长期的利率下降现象仍将持续数年。这一长期的下降已经延续了 19 年，本世纪还有一些更长的记录：1946 年至 1981 年连续 35 年的利率上升；1920 年至 1946 年长达 26 年的利率下降；以及从 1899 年至 1920 年间 20 年的爬升。上述历史模式各有特质，不会混淆；首先在时段上参差不齐，也没有明显的平均持续期间，其高低落差也不尽相同。其中最突出的要算是从 1946 年到 1981 年的利率攀升，高等级公司债券的收益率在此期间上升了 1112 个基本点（454%），这种情景不大可能在近期内重演。

债券市场上这一段血流成河的日子是由各种因素合力促成的，其中最主要的是联邦政府失控的预算赤字；70 年代油价上升；以及货币当局为过热的信贷需求融资的错误愿望。21 世纪初我们会看到油价上升重演吗？考虑到石油业探油技术的改进和矿物燃料替代产品的发展，上述情景出现的可能性不大。此外，不论货币政策方面有什么样的弱点，债券市场对通货膨胀压力作出反应的速度会比以往大大提高。我相信，始于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1981 年的这一长期的降息过程仍将继续，尽管其间还会夹杂若干周期性的起伏。它会再一次地证明自己的力量。

重要的是应当记住，长期债券熊市市场中利率的循环性行为将大大不同于长期债券牛市。在一个持续的债券熊市市场上，周期性的利率下降持续很短，而利率上升则延续较长。在 1946 年至 1981 年的大熊市市场上，长期国债的周期性反弹一般只能维持 12 个月，而下行则平均持续 50 个月。长期牛市的债券市场则刚好相反。例如，在始于 1981 年 10 月的本轮牛市市场中，收益率的下降平均持续 26 个月，而反弹平均只有 12 个月（见图 18－3）。

我的预测是，在下一次周期性的反弹中，长期政府债券收益将大大低于上一次周期的低点以及整个期间的低点，下触大



（图 18－3）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约4%的水平。理由是：联储将不得不大幅度下调短期利率以免经济受到更大的伤害。

在这样的情况下，高收益债券——诸如垃圾债券和新兴市场国家的债券——的走势将会怎样？恐怕不会很好。高收益债券是温室里的花朵，经不得风雨。它对成长环境的要求是：能够方便地进入开放的信贷市场，工业化国家的经济活动已经走向兴旺但表现得还不是十分明显，高等级债券市场上利率的变化比较温和。一旦货币紧缩或发达国家经济表现不佳，高品质债券和低品质债券的收益率就会拉开距离。尽管如此，不论在什么样的气候条件下，高收益债券还是会继续吸引投资者，有时还能吸引到大批的投资者。原因很简单，在今天这种激烈竞争的非管制化市场里，高收益债券为交易和承销它们的金融机构提供了最大的利润边际。

这并不是说高等级债券市场将告别大幅起伏或者这种起伏将仅仅在低品质债券市场上继续表现出来。随着证券化的普及与相关业务的进展，固定收益市场将继续出现周期性的波动。不管怎么说，证券化带来了逐日定价的问题，它会鼓励投资者专注于短期的业绩。事实的真相在于，购买长期债券的目的不是（尽管一度曾经是）为了取得未来20年或30年所支付的利息。投资者买入是因为价格可能会上升，而在预计价格会下降的时候则将其抛出。即使按最保守的眼光来看，这一机制也已经由于传统金融机构越来越多的业主项目和对冲基金的卷入而被极度放大了。两者全都依赖短期资金为其业务融资，它们经受不起债券价格的大幅下跌。

在下一个10年里，证券化和全球化的金融市场将保持上一个10年里最显著的利率形态：传染效应。随着金融通信的整合以及资产组合表现和分析的不断统一，国际资产组合的组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

织和管理者在世界金融市场所能取得的利润越来越少。与此形成对照的是，新环境有利于这样的投资者：他们在信用质量利差收窄时专注于高品质的债券，而当信用质量利差扩大时专注于低品质的债券。困难在于很难把握准确的买卖点——特别是在操作一个高度杠杆化的资产组合的时候。

欧元、美元和日元

1999年欧元进入金融社会的时候，业内弥漫着关于这种新货币对美元作为主要储备币种以及对美国在金融市场上的领导地位构成严重挑战的警告声。这一主张的有影响的支持者之一是伯格斯坦（Fred Bergsten），他的主要根据是新欧洲在许多关键的经济指标上等于或超过了美国，因此它会强调自己在国际经济和金融事务中独立的声调。但是，这一观点过分地强调了新欧洲的力量。它能否在经济方面表现出堪与美国相比的弹性尚在未知之数。当然，欧洲会克服目前这种高失业率和巨大的产能过剩，实现周期性的反弹。但是，这并不意味着主要的欧洲国家理所当然地具备在全球化的市场环境下所必须的竞争能力。如果法国和德国的失业率下降至6～7个百分点，它们的经济状况将会怎样呢？欧洲僵化症——大企业，全国性的劳动协定和大政府——的康复必须以更大的经济改革为前提，恐怕要到几个世纪之后他们才能同美国进行有效的竞争。

除此之外，美国还有另一项特殊的优势——它是世界上惟一的超级大国。欧洲充其量只有经济联盟——谈不到接近于政治联盟。它的文化与政治差别具有深远的历史根源。随着超级大国地位而来的则是投资者眼中的安全港以及对国际经济和金融事务的无与伦比的影响力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对欧元最大的考验还在后头。特别是在当某一个主要国家无法同其余伙伴保持协调一致的时候。由于货币政策不可能专为任何一个国家的经济环境服务——而从欧元的定义上讲，各个国家无权自由制定其汇率政策——那么它所剩下的惟一自主性的政策工具将只有财政政策。如果在该国发生经济过热，引发了通货膨胀，那么紧缩的财政政策将成为必要，而且也很可能获得广泛的政治支持。所有这一切都可以在联盟内部获得谅解。但是，假设某一国家脱离协调机制是因为无法保持经济增长而需要刺激，那将会怎样？正是在这里蕴藏着真正的风险：一次地方性的衰退，欧洲中央银行不能也不愿介入干预。在现行的公约框架下，是否存在放松财政政策的空间，这一点目前还远不是很清楚的。

这个出问题的国家的政府会拒绝公众对刺激经济的要求吗？它会不会连政治上的控制能力也丧失掉？在我看来，一旦出现类似的两难困境——迟早会发生——金融市场的参与者们一定会问，该国还会留在货币联盟内部吗？还是打算重建自己的货币？由于不存在全欧洲统一的财政政策，因此也就不存在一个将资源转向遭受经济下降打击的成员的机制（美国则不同，例如，不论是自动的稳定机制还是鼓励自由决策的机制都可以发挥上述作用）。解决这个问题的方法之一也许是由欧洲货币联盟中更有实力的国家通过非正式的途径缓解弱国的财政困境。也就是说，由前者向后者提供补贴。这种国际利他主义会流行起来吗？现在当然不能轻易下某个结论。但是从历史记录来看，前景并不乐观。

有关美元长期性支配地位将被取代的种种说法也同样令人困惑。首先，我们应当研究，如果美国经济的表现由于周期性因素而不如欧洲时，美元的前景如何。不错，如果美国经济走

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

软而欧洲国家同时走出经济衰退，新的货币协定将比过去那种货币分立组合状态对美元构成大得多的压力。可这并不是一条单行线。美国经济的强劲反过来也会形成同样的压力，也只有它才有这样的能力。

世界上有三种主要的货币同时并存——美元、欧元和日元——这意味着外汇市场可能发生极其严重的起伏动荡，它有可能引发过度的不稳定性，破坏基本的商业和金融决策。例如，就在过去的几年里，日元从（1 美元兑换）110 下跌到接近 150，最后又反弹到 105 以内。没有任何基础性的转变可以解释如此短的期间内所发生的巨大变化。这种起伏在很大程度上只是反映了与外汇交易有关的投机性资本的流动和由新的信贷工具、交易技术以及高度流动的金融市场所促成的其他投机性活动。

我相信，这种极端性的情形是可以得到约束的——但不是某些人所主张的目标区方案。如果为三种主要货币制定目标区，那将会鼓励市场不断冲击目标区的上限或下限，迫使官方穷于应付介入或重新设立目标区。私人部门拥有巨大的能力对设定的目标施加压力。另一个方案是正式的官方工作小组，其中包括了国际金融市场上的专家，如交易师和分析师，他们将持续地追踪和评估市场的发展。他们的工作包括监测资本流动以及同市场上的主要经纪商保持随时随地的联系。采用这种方法之后，他们也许能够确定什么时间进场干预才能取得最大的稳定市场的效果。

不应当由此得出结论，仿佛欧元的诞生对金融市场毫无影响。单一货币的出现有助于开发更有深度、更具交易性的市场，也同样有助于证券化的发展。开放的信贷市场比起传统的金融机构发展得更快。当然，正如美国金融机构正在变得越来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越“集成化”一样，欧洲人也不例外。事实上，它们之中有不少已经变成了全能银行。这些机构内部的利益冲突将会愈演愈烈。随着欧洲货币联盟成立后政治权力的削弱，私人部门的经济和金融权力相应地有了极大的增强——特别是考虑到跨国界金融机构的现象。

金融市场的新气象

不论21世纪利率模式会出现什么样的变化，金融市场的扩张速度仍将保持在一个快速的水平上。着眼于更长的期限，有充分的理由相信真实经济会一如既往持续增长，进而提高全世界的生活水平。

在本书前面的地方，我曾提到自己刚刚加入所罗门兄弟公司的时候，曾经有人要求对未来10年金融市场的规模作出预测。尽管我的结论在当时已经算是极为惊人的了，但是对照战后金融市场发展的真实历程来看还只能说是过于保守的。

经过这一段令人难忘的岁月之后，我正在对下一阶段作出展望，45年前的同样问题再次被提了出来：未来将是什么样子的？20年后，或者50年之后金融市场会有哪些变化？据说关于未来的说法只有一条是可以肯定的——它绝不会同今天我们所想像的一样。尽管如此，这仍不失为一项有趣的工作。

首先，应当确立几个基本原则。我的假设是名义国内生产总值（GDP）年增长6%，并且固定收益证券市场的增幅还要更高一些，因为证券化的步伐会超过国内经济的增幅，甚至超过美国以外地区经济的增幅。这一假设意味着，美国债券市场——1998年末未清偿总值约12万亿美元——20年后将扩大为40万亿美元，50年后更达到220万亿美元的规模。而美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以外的债券市场——1998年末总计13万亿美元——20年后将扩大为50万亿美元，50年后会达到380万亿美元。与此同时，全球股票市场在未来20年后的总收益将4倍于今天。到2050年左右，又一轮金融欣快症将会席卷整个市场。

信贷的供给跟得上需求的增长吗？根据各种研究报告、交易报告以及其他编辑物的资料来看，许多专家认为结论是否定的。在90年代早期，摩根·斯坦利的研究者发表了一篇文章。他们估计，到2010年资本总需求与总供给之间的缺口将高达2.8万亿美元，工业化西方世界每年的储蓄同意愿投资之间的缺口为1%。应当看到，全球资本需求预测已经在绝对值上走到前所未有的程度。从历史上看，每一个新的10年对资本的需求总是超过上一个10年——以及上一个10年里所作出的最合理的预测。原因很清楚：资本形成是经济增长的不可分割的基本成分。

在未来的几十年里，资本需求一定会膨胀到今天无法想像的规模。但是，断言资本供给大大落后于资本需求则为时尚早。最起码，过去的这一类预测都被证明是错误的。只要信贷需求产生了，市场或多或少总能供应得上。此外，信贷短缺本来就是经济生活中正常的组成部分。不论在哪个国家，时刻总会有企业因为预计回报率达不到要求而推迟甚至放弃原来的投资计划。这些计划在经济上并不理想，一旦强行上马，就可能挤掉别的更有生产力的项目，从而损害经济效益。总有一部分资本需求是无法满足的，这是经济和金融中铁的规律。这一点在将来也不会改变。否则，储蓄的分配效率就会受影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世纪展望

在展望下一个世界的前景时，我们很自然地会首先回顾刚刚过去的 100 年。对已经走过的道路进行研究也许会启发我们下一步行动的方向。历史本来就是一部交织着变革与延续的故事。华尔街和金融市场当然也不例外，尽管在现代生活的这一领域中——同别的领域相比——变革显然是问题的主要方面。

在上一个世纪之交的时刻，美国的经济生活已经完全转入了现代模式。也就是说，如果某位时间旅行家能够重返 1900 年，他会发现许多熟悉的景象。巨大的工业公司是那个年代最显著的特征，尽管它们还只是刚刚出现。在 19 世纪中期，只有铁路和纺织厂算得上是大企业，最多也只不过雇佣了几百名工人，资本金不超过几百万美元。在 1851 年伦敦举行的一次大型国际展览会上，英国的工业家们第一次承认他们对美国的技术留下了深刻的印象——特别是制造枪支的新方法以及构件可替换的缝纫机。但是，直到美国内战——刺激了全国的工业进步——之后，这个国家的工业才爆发出惊人的力量。在一代人的时间里，美国一跃而成为世界上铁、钢、石油和其他主要工业产品的头号生产国。到 1901 年，美国的铁路总里程比欧洲和俄国加在一起还要长。

在 1900 年，全国 7600 万人口中有 2/3 的人还生活在乡村里，人口超过 100 万的城市只有 3 个（纽约、芝加哥和费城）。但是形势发展很快（到 1920 年全国人口已经有半数以上生活在城市里了），这要归功于制造工业的爆炸性增长。在世纪之交，尽管制造业的就业人数还不到劳动力总额的 1/4，但全国总产出（按增加值计算）中制造业产品的比例却已经达到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2/3。生产石油、钢铁和纺织品（三大领导行业）的工厂的平均资本投资分别为140万、88.2万和47.4万美元。但是洛克菲勒和卡内基的庞大企业揭示出人们对上述平均值的误解。事实上，卡内基就是在新世纪到来的时候将他的钢铁厂卖给了J·P·摩根，后者在1901年果断地设立了资本总值14亿美元的美国钢铁公司，这是全国第一家“10亿美元”的企业。

尽管如此，同今天那些更加干净以及效率不知高多少倍的工厂相比，当年美国制造业的产出可谓微不足道：按不变美元价格计算，大约为1%。今天的蓝领工人绝对不会同100年前的同行调换位置，除非他是傻子。在1900年，产业工人每天工作10个小时，每星期工作6天，干满一年平均只能挣375美元。更糟糕的是，工作环境通常既不卫生也不安全，甚至可能有致命危害，劳动保护也很差——不论是工会（当时只有不到5%的人参加）、雇主还是政府。事实上，州和联邦政府常常还要紧急出动武装力量帮助镇压罢工的工人。美国的男性公民中，白人的平均寿命只有47岁，黑人还不到33岁。

虽说如此，全国的工厂工人还是从真实收入的增加中获了利，这是19世纪后期持续不断的通货紧缩的副产品。另一个当时人还不知道的事实是，全国的中产阶级正准备掀起一场教育革命，它在未来三代人的时间里将工资水平提高到难以想像的程度。1900年，全国只有少数孩子能够进公立学校，而其中只有一半能念到8年级。不仅如此，由于农场和工厂需要人手，普通的小学生一年在学校里的时间还不到100天。得益于20世纪初期的公立学校运动，小学和中学的入学率有了极大的提高。到了60年代，大部分年轻人都能读完高中。教育不仅给这些人带来了明显的利益，同时也产生了巨大的社会的和经济的回报。经济学家们已经证明，美国的公共教育是经济增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长的主要发动机之一。

技术不也同教育一样在上一世纪取得了不可思议的进步吗？今天最时髦的论调就是将现代生活里令人目不暇接的变化归功于“新技术”。因特网、生物技术（从高科技的制药到基因工程）、电器的小型化、“智能”武器——都是用来证明人类历史上从未出现过这样一个伟大时代的证据。但是，回顾一个世纪以来技术的神奇变迁，今天这些也许不像看上去那么神气。正如斯通（Norman Stone）所说的，“小说家亨利·詹姆斯（Henry James）在 1895 年用上了电灯；1896 年他骑上了自行车；1897 年他用打字机写作；1898 年他见到了一部摄像机。用不了几年，他还会接受弗洛伊德式的分析，乘坐飞机旅行，学习喷气式飞机，甚至空间旅行的科学原理。那么，是我们，还是维多利亚时代的城市居民，才是更勇敢的新技术探索者呢？

回到大公司的话题上来——过去 100 年里美国企业的结构有了哪些变化？在本章的前面，我曾经指出，企业集中化很可能是本世纪最引人注目的话题。有趣的是，这一说法在 100 年前同样适用。在 19 世纪将近结束的时候，美国遭遇了历史上第一次大规模的合并浪潮（以后的几次相继发生在 20 年代、60 年代和 80 年代）。从 1895 年到 1904 年，157 家持股公司收购了差不多 1800 家公司，至少有 1/3 新创立的巨型企业通过控制 70%甚至更多的市场份额支配着整个行业。这些公司的资本总值接近 40 亿美元——比 1860 年至 1893 年间建立的工业公司加在一起还要高 4 倍。

将那一轮兼并热潮和当前的这一次相比较，其中的相似与不同都是值得注意的。一个引人注目的相似点在于，促使当年和今天的金融家与经理们热衷于兼并的主要原因完全相同，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们希望借此摆脱紧张的或者说是“毁灭性”的竞争。绝大多数19世纪90年代的合并对象是制造业公司，它们苦于生产能力的过剩，而为了获得偿付高额债务的收入还不得不采用削价策略。相比之下，兼并作为选择似乎友好得多，尽管有研究表明这一策略极少导致所希望的垄断利润（见 Lamoreaux，1985）。在20世纪90年代，制造业只是大兼并图景的一部分。其他许多企业——包括金融机构自己——也加入了这一行列。但是，他们的中心意图还是为了缓和由于技术推动的全球化所产生的更加激烈的竞争。

这两轮兼并之间最引人注目的不同点是公众和政治上的反应。在19世纪90年代和20世纪的头10年里，公司集中化激起了公众对“托拉斯”（一个通常用于指代大企业的词）的极大义愤。报纸上充斥着嘲弄大卫·D·洛克菲勒、安德鲁·卡内基、杰·古尔德以及其他“强盗大亨”们的文章，而美国联邦政府也破天荒地第一次介入大企业的管制。首先是1887年的《州际商业法》，这是为了限制不公正的铁路运费。接下来是1890年的《谢尔曼反托拉斯法》——国会管制垄断行为的第一次尝试。在实践中，这两部法律都太弱，不足以抗衡大企业的强权。在此后的几十年里，法庭实际上只是根据他们对这两部关键性法律的解释或再解释来作出管制决定的。但是，到了20世纪初期的“进步时代”，联邦政府开始大举介入美国公司的管制。尽管订立一部全国性公司法的运动失败了，但联邦政府还是做到了将几家巨型托拉斯（包括北方证券、美国烟草和标准石油公司）予以解散，还设立了联邦贸易委员会和联储。

在当前的这个时代，企业集中化并未激起相似的反应。除了比尔·盖茨的微软（他之所以惹怒公众和司法部，不仅仅是因为所谓的反竞争行为，同样也是因为他令人目眩的财富），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很难说还有哪个涉足数十亿美元巨型兼并活动的企业成为公众谴责的对象。区别在于经济背景的不同：19世纪90年代的大兼并始于1893年大恐慌之后严重的经济萧条，而今天的兼并却发生在一个经济繁荣和股票价格上升——许多股票被普通公民所持有——的时期。在19世纪90年代，工业证券的市场还只是刚刚兴起，大多数中产阶级自然还没有参与。也正是在这个意义上，两个世纪分水岭表现得截然不同。

在各种历史回顾中，人们往往忽略了过去100年里美国人生活转变的一个重要方面。可在我看来，这100年里**金融市场**的变化至少同制造业、工作、技术、教育和企业管制等等一样大，甚至可能更大一些。

以今天的眼光来看，“镀金时代”银行和金融市场的最大特点就是缺乏监管。华尔街每隔一段时间就会被弄个底朝天，那些充满传奇色彩的人物，像德鲁（Daniel Drew）、费斯克（Jim Fiske）和古尔德（Jay Gould）等，常常能够成功地操纵股票价格、垄断市场。惟一能够同这些恐慌相抗衡的力量只有寥寥几位更有责任感的投资者，其中最著名的就是J·P·摩根，他的一举一动都受到投资者的关注。在1907年的金融大恐慌令国民生产总值下挫8%之后，摩根发起了一次成功的拯救行动。这一事件促使国会制定了设立中央银行的计划。不管怎么说，摩根总是要死的。

在绝大多数劳工和农民眼中，金融家们的形象并不光彩，他们认为这些“兑换钞票”的人没有生产出任何有形价值。在许多人眼里，股票和债券交易无异于赌博。不过，管制商品期货交易——当时集中在芝加哥商品交易所——的努力在1905年被最高法院否决了。

除了一些来自州政府的软弱控制，银行业几乎可以为所欲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为。联邦政府作出了一些监管努力，于 1900 年通过了黄金本位法（Gold Standard Act），允许州银行在小城镇设立分行，规定黄金为惟一的可兑换贵金属，从而结束了双本位制的争议。不过，那时的银行绝大多数都是地方性的和单体经营的。随着商业企业的快速扩张，进入资本和信贷市场获得融资变得越来越困难。

单纯考察 1900 年——交易总值 140 亿美元，全年股票换手总数为 1.39 亿股——以来华尔街的增长数据并不能真正理解金融活动在美国经济史上的地位。简单地说，富有的国家比穷国拥有更大的股票和债券市场，其金融中介的资产相对于国内生产总值的比例也更高。换言之，如果缺乏强有力的商业银行和投资银行的基础设施，一个国家的经济就不可能增长和繁荣。离开了创造债券和股权工具的活动，世界经济将永远也超越不了最原始的形态。从这个角度来看，金融市场称得上是世界上最伟大的奇观之一。

不仅如此，金融市场在许多方面还是它们所服务的人民和社会的缩影。尽管从表面上看只有枯燥的数字，但它们包含和反映了人类生活状况的许多方面——从对舒适安全和财富的追求，到冒险的冲动，对未来保障的需要，到竞争和合作等等。市场运动的两端也代表着人类本性和情感的两端——从乐观、得意洋洋到悲观和绝望。在金融市场上——就像在生活中一样——理性在绝大多数时间里占上风。

随着金融市场的持续发展、国际化的深入以及金融市场间界限的不断消融，市场和机构面临的挑战会越来越多。在这样的时刻，金融中介机构必须更加谨慎，在创业激情和财务责任之间保持平衡。